

Kapitel 5: Risikoverlagerung nach der Finanzkrise

Zimmermann, David; Tyrell, Marcel

Veröffentlichungsversion / Published Version

Sammelwerksbeitrag / collection article

Zur Verfügung gestellt in Kooperation mit / provided in cooperation with:

W. Bertelsmann Verlag

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Zimmermann, D., & Tyrell, M. (2016). Kapitel 5: Risikoverlagerung nach der Finanzkrise. In *Berichterstattung zur sozioökonomischen Entwicklung in Deutschland: exklusive Teilhabe, ungenutzte Chancen; dritter Bericht* (S. 1-42). Bielefeld: W. Bertelsmann Verlag. <https://doi.org/10.3278/6004498w005>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY-SA Lizenz (Namensnennung-Weitergabe unter gleichen Bedingungen) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/deed.de>

Terms of use:

This document is made available under a CC BY-SA Licence (Attribution-ShareAlike). For more information see: <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0>



Kapitel 5: Risikoverlagerung nach der Finanzkrise

von: Forschungsverbund Sozioökonomische Berichterstattung (Hg.); Tyrell, Marcel; Zimmermann, David; Array

DOI: 10.3278/6004498w005

Erscheinungsjahr: 2016

Schlagworte: Banken, Deutschland, Finanzkrise, Gesamtwirtschaft, Globalisierung der Wirtschaft, Vermögen, empirische Sozialforschung

Der Beitrag zeigt, dass sich der Unternehmenssektor insbesondere ab dem Jahr 2000 und verstärkt noch nach der Finanzkrise massiv entschuldet hat, was zu einer zunehmenden Unabhängigkeit des Sektors von Banken geführt hat. Das betrifft sowohl Großunternehmen als auch KMUs.

Private Haushalte schichten Teile ihrer Anlage von Banken zu Nichtbankfinanzintermediäre und Versicherungen um. Der Vermögensanteil bei vermögenden Haushalten steigt, was zu einer einseitigen Vermögenszunahme führt. Gleichzeitig werden vermögensschwache Haushalte durch eine Zunahme an Immobilienkrediten mit einer Risikozunahme konfrontiert.

Eine Verlängerung der Intermediationsketten deutet auf eine zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte hin, welches mit einer zunehmenden Krisenanfälligkeit einhergehen kann.

Diese Publikation ist unter folgender Creative-Commons-Lizenz veröffentlicht:



Creative Commons Namensnennung - Weitergabe unter gleichen Bedingungen 3.0 Deutschland Lizenz
<http://creativecommons.org/licenses/by-sa/3.0/de/>

5 Risikoverlagerung nach der Finanzkrise

MARCEL TYRELL/DAVID ZIMMERMANN

Umbrüche in der Finanzstruktur können weitreichende Auswirkungen auf die sozioökonomische Entwicklung ganzer Volkswirtschaften haben und zu globalen ökonomischen Verwerfungen führen. Dies ist eine der wichtigsten Lehren aus der Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008, deren Nachwirkungen gerade auch im europäischen Währungsraum noch vielfach zu spüren sind. So haben einige Länder der Eurozone nicht nur mit massiven ökonomischen Problemen zu kämpfen, wie beispielsweise einer sehr hohen Staatsverschuldung, Arbeitslosigkeit in rekordverdächtig hoher Höhe (insbesondere Jugendarbeitslosigkeit) und einer schrumpfenden Wirtschaft, sondern auch die sozialen und politischen Spannungen haben stark zugenommen. Deutschland hingegen steht zusammen mit einigen kleineren Volkswirtschaften in ökonomischer Hinsicht sehr viel besser da. Die Wirtschaft verzeichnete nach dem starken konjunkturellen Einbruch 2008/2009 wieder robuste positive Wachstumsraten, die Arbeitslosenquote ist so niedrig wie seit 20 Jahren nicht mehr, und auch die Staatsverschuldung ist in Relation zum Bruttonationaleinkommen seit zwei Jahren wieder rückläufig, nicht zuletzt aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus. Trotzdem hat es den Anschein, dass auch in Deutschland die gesellschaftlichen Probleme drängender geworden sind. Die Thematik einer zunehmenden Ungleichheit auf Einkommens- und Vermögensbasis wird breit in Öffentlichkeit und Wissenschaft diskutiert, die Reaktionen auf die Flüchtlingswelle zeigen zudem, dass sich erhebliche Teile der Gesellschaft von der positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abgekoppelt bzw. ausgeschlossen fühlen. Ist diese Wahrnehmung zunehmender Ungleichheit auch eine Folge davon, dass sich, über die Finanzsystemstruktur perpetuiert, Risikostrukturen in der Gesellschaft abzeichnen, die Teilhabemöglichkeiten einschränken?

In diesem Kapitel der sozioökonomischen Berichterstattung (*soeb*) wird untersucht, ob und in welcher Hinsicht es zu Veränderungen bzw. Umbrüchen in der Struktur des deutschen Finanzsystems gekommen ist. Dies geschieht vor dem Hintergrund, dass die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/2008 ein einschneidendes Ereignis war, das die Konfiguration des Finanzsystems grundlegend geändert haben könnte. Um

die Veränderungen des Finanzsystems und damit der Finanzstruktur in Deutschland einschätzen zu können, muss ein Vergleichsmaßstab vorhanden sein. Diese Referenz bildet die Entwicklungsdynamik der Finanzsysteme anderer entwickelter Volkswirtschaften, die in die Analyse bestimmter Teilaspekte einbezogen werden, um aufzuzeigen, ob bestimmte Veränderungen spezifisch deutsche Phänomene sind oder einen allgemeinen länderübergreifenden Trend reflektieren.

Eine Untersuchung der Umbrüche in der Finanzstruktur sollte verschiedene Elemente umfassen, die sich auch in der Struktur dieses Kapitels der sozioökonomischen Berichterstattung widerspiegeln. So werden die Veränderungen im Finanzierungs- und Anlageverhalten der privaten Haushalte und der Unternehmen diskutiert, die als Nachfrager nach Finanzdienstleistungen aller Art die Finanzsystemstruktur maßgeblich prägen. Zudem muss aber auch untersucht werden, ob im Finanzsektor selbst Umbrüche zu verzeichnen sind, die die Aufgabenverteilung und Bedeutung der verschiedenen Finanzinstitutionen (so z. B. Banken, Nichtbankfinanzintermediäre [NBFI] und Kapitalmärkte) verändert haben. Auf der Ebene der Gesamtfinanzsystemkonfiguration interessiert dann die Frage, ob das deutsche Finanzsystem unter Einbezug der beobachtbaren Veränderungen noch eine Systemkonsistenz aufweist und wie es sich mit der Krisenanfälligkeit gerade auch im Anbetracht der Struktur und des Ausmaßes der internationalen Kapitalströme verhält, eine Frage, die wiederum Auswirkungen auf die Teilhabechancen von Bevölkerungsgruppen hätte. Haben sich die Risiken resultierend aus der Finanzstruktur insgesamt verändert bzw. kann eine veränderte Risikoverteilung konstatiert werden, die beispielsweise bestimmten gesellschaftlichen Gruppen und sozialen Schichten Risiken aufbürdet, die diese kaum erkennen, geschweige denn tragen können? Gerade der letztgenannte Aspekt ist ein zentraler Bestandteil der grundlegenden Fragestellung, ob die Veränderungen in der Finanzstruktur die sozialen Teilhabemöglichkeiten entscheidend beeinflusst haben.

Die Struktur des Berichtskapitels ist dementsprechend folgendermaßen: Nach einer knappen Einführung in die theoriegeleiteten Aspekte von Finanzsystembeschreibungen und einer kurzen Skizzierung des „alten“ Finanzsystems in Deutschland (bis ungefähr zum Jahr 2000) werden im darauf folgenden zweiten Abschnitt die Strukturveränderungen im Unternehmenssektor, Haushaltssektor und Finanzsektor dokumentiert. Welche Bedeutung der Finanzsektor für die Gesamtwirtschaft hat und ob Strukturveränderungen im internationalen Kapitalverkehr die Stabilität von nationalen Finanzsystemen gerade in Europa beeinflussen, wird daran anschließend in Abschnitt 3 diskutiert. Der potenzielle Einfluss der Finanzstrukturdynamik auf die sozioökonomische Entwicklung bildet den Schwerpunkt des vierten Abschnitts des Kapitels.

1 Finanzsystemstrukturen und eine kurze Skizzierung des traditionellen deutschen Finanzsystems

1.1 Finanzsystemtypen und ihre Funktionen

Die Analyse länderspezifischer Unterschiede in der Finanzsystemstruktur und ihrer Auswirkungen auf Gesellschaft, Politik und Wirtschaft ist ein Forschungsgebiet, welches nicht nur wissenschaftliches Interesse in vielerlei akademischen Disziplinen wie Soziologie, Politikwissenschaften, Rechtswissenschaften, Anthropologie und Geografie gefunden hat, sondern die Diskussion zu diesen Zusammenhängen währt auch innerhalb der Wirtschaftswissenschaften schon sehr lange. So haben schon vor mehr als 100 Jahren Bagehot (1873), Hilferding (1910) und Schumpeter (1912) auf jeweils sehr unterschiedliche Weise und aus verschiedenen Perspektiven betont, dass es einen Zusammenhang zwischen dem Finanzsystem auf der einen Seite und der gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Entwicklung auf der anderen Seite gibt. Dabei hatte sich in der Folge dieser frühen Arbeiten ein relativ breiter Konsens herausgebildet, dass in der vergleichenden Forschung zu Finanzsystemstrukturen eine dichotome Klassifikation in bankdominierte und kapitalmarktorientierte Finanzsysteme ein sinnvoller Beschreibungsmodus sei (Abbildung 5.1). So zeigt der Politikwissenschaftler Zysman (1983), dass sich neben einem zentralistisch organisierten, durch Staatseingriffe dominierten kapitalistischen Finanzsystem bankdominierte und kapitalmarktorientierte Finanzstrukturen in den jeweiligen Ländern durchgesetzt und sowohl die wirtschaftliche als auch die regulatorische Entwicklung in Industrieländern maßgeblich geprägt haben. Hall und Soskice (2001) prägen den Begriff der „varieties of capitalism“ und unterscheiden zwischen „coordinated market economies“ und „liberal market economies“, wobei im ersten Fall den Banken eine zentrale Koordinationsfunktion zukommt, während Letztere kapitalmarktgeprägt sind. Sie argumentieren, dass beide Spielarten des Kapitalismus in der Lage sind, hohe Einkommen und ähnliche Wachstumsraten generieren zu können, dies aber im ersten Fall mit höherer sozialer Absicherung und weniger Ungleichheit einhergeht. Zudem weisen sie darauf hin, dass die Funktionsweise der Wirtschaftssysteme davon abhängt, ob die prägenden institutionellen Mechanismen und Elemente Komplementaritäten aufweisen, also sich in ihren Wirkzusammenhängen ergänzen. Welche Systeme sich in den unterschiedlichen Ländern entwickelt haben, hängt nach Hall und Soskice von historischen Gegebenheiten und Zufälligkeiten ab. Sobald sich jedoch die institutionellen Komplementaritäten herausgebildet haben, ist es sehr schwierig, von einem System in das andere zu wechseln. Wechselkosten sind sehr hoch, Pfadabhängigkeiten stellen sich ein. Ähnliche Argumentationsketten werden von den Ökonomen Acemoglu, Robinson und Verdier (im Erscheinen) sowie Stiglitz (2015) in jüngst erschienenen Aufsätzen modelltheoretisch ausgearbeitet.

Basierend auf dem funktionalen Ansatz von Merton (1995) wurden von Allen und Gale (2000) und nachfolgenden Autoren wie Levine (2005) fünf zentrale Funktionen herausgearbeitet, die ein Finanzsystem zu erfüllen hat. Diese Funktionen sind:

1. die effiziente Produktion von Information zu Investitionen und Investitionsmöglichkeiten und die damit einhergehende Allokation von Kapital, 2. die Überwachung und Kontrolle von Kapitalnehmern und die damit einhergehende Corporate Governance, 3. das Management und die Allokation von Risiken, 4. die Mobilisierung von Anlagemitteln durch Zurverfügungstellung entsprechender Anlageformen und 5. die Gewährleistung des Austauschs von Gütern und Dienstleistungen durch entsprechende Zahlungssysteme. Allen und Gale (2000) argumentieren nun, dass sich die Finanzsysteme danach unterscheiden, welchen Institutionen (Banken oder Kapitalmärkten) die zentrale Bedeutung in der Bereitstellung dieser Funktionen zukommt. In bankdominierten Finanzsystemen sind es die Geschäftsbanken, denen diese Rolle zugestanden wird. Überwiegend über Banken werden die Anlagemittel der privaten Haushalte an die Unternehmen alloziert. Die Geschäftsbanken stellen direkt oder indirekt über Anlagegesellschaften die Finanzanlagemöglichkeiten zur Verfügung, die von den Überschusseinheiten, also typischerweise den privaten Haushalten genutzt werden. Die Allokation des Kapitals erfolgt meist über Bankkredite. Einher geht dies mit einer Überwachung und Kontrolle der Kapitalnehmer und einer Corporate Governance, die auf die Bedürfnisse der Banken zur Sicherstellung ihrer Ansprüche zugeschnitten ist. Damit sind auch das Management und die Allokation von Finanzrisiken stark durch die Banken determiniert. Dies beeinflusst die Risikoverteilung in der Gesellschaft und die Fragilität der Finanzstruktur. Auch in der Sicherstellung des Austauschs von Gütern und Dienstleistungen spielen Banken eine zentrale Rolle. Das Geldsystem und die Kreditschöpfung basieren auf der Funktionsfähigkeit der Geschäftsbanken.

In kapitalmarktorientierten Systemen werden diese wesentlichen Funktionen von den Finanzmärkten, den Märkten zuarbeitenden Finanzinstitutionen wie Investmentbanken und institutionellen Anlegern, Finanzinstrumenten, die auf Märkten gehandelt werden, und marktbasierten Corporate-Governance-Mechanismen ausgeübt. Zentral für die Funktionsfähigkeit der jeweiligen Systeme ist jedoch, dass die einzelnen Finanzsystemelemente und institutionellen Mechanismen zueinander passen, sodass Reibungsverluste minimiert werden (Schmidt/Tyrell 2004). Dies entspricht den von Hall und Soskice angesprochenen institutionellen Komplementaritäten. Bezogen auf Finanzstrukturen bedeutet dies, dass marktbasierte Institutionen und Mechanismen nicht beliebig mit Funktionselementen, die typisch für bankdominierte Systeme sind, kombiniert werden können. Im Gegenteil, Allen und Gale (2000) sowie Hackethal, Schmidt und Tyrell (2002) argumentieren, dass ein Mischsystem grundsätzlich kritisch zu betrachten ist, da es die Konsistenz und damit die Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems infrage stellt. Dies liegt u. a. daran, dass sich Kapitalmärkte und Banken grundlegend darin unterscheiden, wie sie mit dem Gut Information „umgehen“ (Tyrell 2003).

Finanzierungsbeziehungen sind dadurch gekennzeichnet, dass sie zeitübergreifenden Charakter aufweisen. Kapital wird gegen ein Zahlungsversprechen in der Zukunft getauscht. Das bedeutet, Kapitalgeber und Kapitalnehmer sind in einer prekären Beziehung, die von beiden Seiten ausgenutzt werden kann. Informationsbeschaffung ist

also zentral. Beide Parteien müssen nach Mechanismen und Institutionen suchen, die Verhaltensunsicherheiten und Informationsdefizite in Finanzierungsbeziehungen abbauen können, damit es überhaupt zum Kapitaltransfer kommt. Dies kann zum einen dadurch geschehen, dass man einen vertrauenswürdigen bilateralen Transfer und Austausch von Informationen ermöglicht, der Verhaltens- und Informationsunsicherheiten reduzieren und damit Vertrauen aufbauen kann. Dies ist der Modus der Informationsverarbeitung, der zentral für Banken ist. Banken „internalisieren“ Informationen im Rahmen von Kreditbeziehungen (Dang u. a. 2016; Diamond 1984).

Zum anderen können Informationen über die Kapitalnehmer durch die Wertpapierpreise stetig offengelegt werden, wie es für Kapitalmärkte charakteristisch ist. Der Kapitalmarkt fungiert als ein Kommunikationssystem, welches durch einzelne Marktteilnehmende nicht dauerhaft manipuliert werden kann und Informationen über den Preis aggregiert und allgemein beobachtbar macht. Das schafft grundsätzlich Sicherheit und Vertrauen in Anreiz- und Sanktionsmechanismen, die an diese Größe gekoppelt sind, und kann zur Reduktion von Verhaltens- und Informationsunsicherheit beitragen. Die Grundlage für die Funktionsfähigkeit der Institution Kapitalmarkt ist damit jedoch, dass Informationen über den Preismechanismus enthüllt und damit externalisiert werden. Dies ist hier der Modus der Informationsverarbeitung.

Die unterschiedlichen Modi der Informationsverarbeitung von Kapitalmärkten und Banken bilden den Hintergrund der institutionellen Komplementaritäten und liefern einen Begründungszusammenhang für die Dichotomie in der Klassifikation von Finanzsystemen und Corporate-Governance-Mechanismen (Schmidt/Tyrell 2005). Daraus lassen sich Argumentationszusammenhänge zu den relativen Vor- und Nachteilen von bankdominierten bzw. kapitalmarktbasierten Finanzsystemen herleiten. So können sich in bankdominierten Finanzsystemen eher Hausbankbeziehungen herausbilden, die insbesondere kleineren und mittleren Unternehmen (KMU) zugutekommen können, die wenig kostengünstige Alternativen zur Bankfinanzierung haben (Diamond 1984, 1991). Dies könnte aber auch dazu führen, dass in Krisenzeiten diese Abhängigkeit von der Bankfinanzierung seitens der Banken zum Schaden der KMU ausgenutzt werden kann (Rajan 1992). Andererseits könnte die Informationsaggregation durch den Preismechanismus Vorteile in der Finanzierung von Investitionen haben, über die noch wenig etabliertes Wissen vorhanden ist (Allen/Gale 1999). Technologische Innovationen und technologiestarke Unternehmen in zukunftssträchtigen Branchen würden demnach eher von kapitalmarktorientierten Finanzsystemen profitieren.

Risiken werden in kapitalmarktorientierten bzw. bankdominierten Finanzstrukturen auf sehr unterschiedliche Weise verteilt. Auf diesen Zusammenhang haben ebenfalls Allen und Gale (1995, 1997) hingewiesen. Sie zeigen, dass Privathaushalte in kapitalmarktorientierten Finanzsystemen typischerweise wesentlich höheren Anlagerisiken ausgesetzt sind als Privathaushalte in bankdominierten Finanzsystemen. Der Grund

liegt in der unterschiedlichen Handhabung von Risiken. Kapitalmärkte sind Spezialisten in der Allokation von zeitpunktbezogenen Risiken, die grundsätzlich abgesichert und diversifiziert werden können. Hier weisen sie Vorteile auf, schaffen eine effiziente Risikoverteilung und reduzieren die Risikoprämien. Banken hingegen können intertemporale, nicht-diversifizierbare Risiken im Zeitablauf glätten, sofern sie nicht einem zu starken Konkurrenzdruck der Kapitalmärkte ausgesetzt sind (Tyrell/Schmidt 2001). Dies führt dazu, dass in bankdominierten Finanzsystemen die Privathaushalte kaum zeitpunktbezogenen Bewertungsrisiken (sog. Bubbles) von Wertpapieren ausgesetzt sind. Auf der anderen Seite sind in bankdominierten Finanzsystemen die Risiken für Haushalte und Unternehmen aus einem Zusammenbruch von Banken hoch zu gewichten. Banken sind inhärent fragil, da sie langfristige, wenig liquide (Hausbank-)Kredite überwiegend durch kurzfristig abzugsfähige Einlagen, Sparanlagen oder sonstige Finanzinstrumente refinanzieren. Dieses Arrangement ist in Nicht-Krisenzeiten effizient, führt aber dazu, dass Banken hohen Risiken eines Zusammenbruchs ausgesetzt sind, sobald (institutionelle und/oder private) Anleger anfangen, ihre Finanzierungen aufzukündigen bzw. abzuziehen, d. h. sogenannte „Bank-Runs“ entstehen, die Banken schlagartig gefährden (Diamond/Dybvig 1983). Da dies sehr schnell Ansteckungseffekte im gesamten Bankensystem zur Folge hat, ergeben sich aus dieser Fragilität potenziell hohe Risiken für Wirtschaft und Gesellschaft.

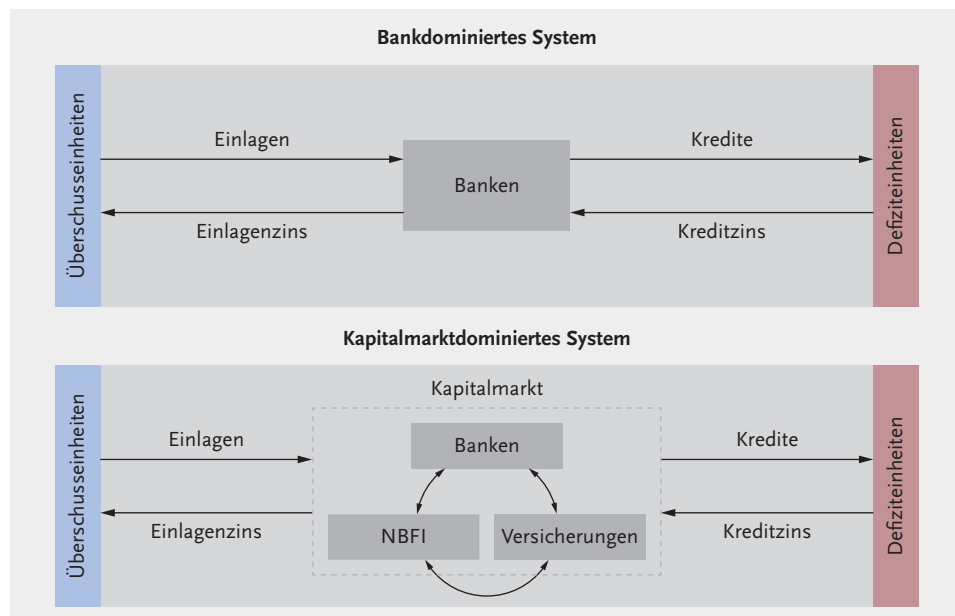


Abb. 5.1: Finanzsystemstruktur

Quelle: Eigene Darstellung.

Die These, dass Finanzstrukturen durch die dichotome Charakterisierung von Finanzsystemtypen hinreichend gut beschrieben werden können, ist vor dem Hintergrund der jüngeren Entwicklungstendenzen in den Finanzierungsstrukturen stark unter Druck geraten. So haben Hardie u. a. (2013) in einem kürzlich veröffentlichten Beitrag hervorgehoben, dass „... this dichotomized understanding of financial systems has contributed to the widespread intellectual incapacity to grasp the nature of change to national financial systems and to explain, much less predict, the differential impact of the recent financial crisis on advanced industrialized economies“ (ebd.: 1). Sie plädieren stattdessen für die Nutzung des Konzepts eines „... market-based banking model as an analytical tool to explain change in national financial systems“ (Hardie u. a. 2013:17). Auch Boot und Thakor (2014) weisen darauf hin, dass sich in den letzten Jahren in den industrialisierten Ländern Banken und Kapitalmarkt(-transaktionen) zunehmend integriert haben. Diese stärkere Vernetzung von Banken und Kapitalmärkten findet beispielsweise ihren Ausdruck im Bedeutungszuwachs von Schattenbanken und einer Verlängerung der Intermediationskette im Transfer von finanziellen Mitteln zwischen Überschusseinheiten (oft private Haushalte) und Defiziteinheiten (typischerweise Unternehmen). Auch die zunehmende Verbriefung bestimmter Transaktionsschritte weist auf diesen Zusammenhang hin. So konstatieren Boot und Thakor, dass Geschäftsbanken sich nicht nur in der Refinanzierung ihrer Transaktionen zunehmend auf Finanzmärkte und Finanzmarkttransaktionen verlassen, sondern dies auch in Bezug auf Absicherungsaktivitäten (Hedging) und die Risikoabwälzung mittels Verbriefung tun. Zudem deuten die weltweiten Ansteckungskanäle der Finanzkrise 2007/2008 darauf hin, dass es eine stärkere internationale Vernetzung der Finanzsysteme und der Kapitalmärkte und Banken in den einzelnen Finanzsystemen gibt. Ob sich solche Strukturveränderungen auch im deutschen Finanzsystem finden lassen und wie Haushalte, Unternehmen und der Finanzsektor (Banken, Nichtbankfinanzintermediäre und Kapitalmärkte) auch infolge der Finanzkrise reagiert haben, steht im Mittelpunkt des zweiten Abschnitts. Im Folgenden wird zunächst eine kurze Skizzierung des traditionellen deutschen Finanzsystems gegeben.

1.2 Das deutsche Finanzsystem bis in die 1990er Jahre

Die Beschreibung des traditionellen Finanzsystems bis ungefähr zur Jahrtausendwende basiert in der Hauptsache auf Untersuchungen von Schmidt, Hackethal und Tyrell, die im Rahmen eines bis zum Jahre 2001 laufenden DFG-Projekts zur Angleichung von Finanzsystemen in Europa durchgeführt wurden. Im Rahmen dieses Projekts wurde in der Tiefe die Entwicklung der Finanzstruktur und der Finanzsysteme vergleichend in den Ländern Deutschland, Großbritannien und Frankreich im Zeitraum von 1980 bis 1996/1997 untersucht, wobei als weitere Referenzländer für bestimmte Analyseschritte die USA mit einem kapitalmarktorientierten Finanzsystem und Japan mit seinem spezifisch bankorientierten Finanzsystem hinzugezogen wurden.

Hintergrund ist, dass zumindest zu Beginn der 1980er Jahre entsprechend der Taxonomie von Zysman (1983) Großbritannien als ein prototypisches Kapitalmarktsystem, Deutschland als bankdominiert und Frankreich als ein Beispiel für ein zentralistisches, vom Staat dominiertes und auf Kreditbeziehungen basierendes Finanzsystem angesehen werden konnten. Die Fragestellung des DFG-Projekts war, ob die europäische Integration zu einer Angleichung der Finanzsystemstrukturen führen werde. Als ein Hauptergebnis konnte festgehalten werden, dass sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien sich die Finanzsystemstrukturen nur graduell verändert haben, in Frankreich jedoch ein fundamentaler Strukturbruch festgestellt werden konnte. Zu den Detailergebnissen sei auf die entsprechenden Veröffentlichungen (Hackethal/Schmidt/Tyrell 2002, 2006; Hackethal/Schmidt 2005; Schmidt/Hackethal/Tyrell 1999; Tyrell/Schmidt 2001) verwiesen. Es wurde herausgearbeitet, dass im Untersuchungszeitraum die von Hall und Soskice konstatierten institutionellen Komplementaritäten noch sehr stark wirkten (Hackethal/Schmidt 2000). Dies hatte zur Folge, dass sich die Finanzsysteme in Deutschland und Großbritannien, deren Struktur ein hohes Maß an Konsistenz aufwies, kaum veränderten, während das französische Finanzsystem wegen der fehlenden Konsistenz und des teilweisen Rückzugs des Staates einem grundlegenden Veränderungsprozess unterworfen war (vgl. hierzu insbesondere auch Schmidt 1997).

In Bezug auf das deutsche Finanzsystem konnte man bis Ende der 1990er Jahre konstatieren, dass weiterhin eine klare Bankdominanz vorherrschte. So hatten sich die finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Finanzsektor insgesamt sogar erhöht. In Deutschland war dies dadurch getrieben, dass die Banken als dominanter Akteur im Finanzsektor die Finanzierung von Unternehmen leicht erhöht hatten. Auch verbrieft Finanzierungstitel hatten leicht zugenommen, aber im Unterschied zu Großbritannien/USA auf sehr viel niedrigerem Niveau. Somit blieb der organisierte Kapitalmarkt im Vergleich zu anderen industrialisierten Ländern als Finanzierungsquelle für die Unternehmen unterentwickelt. Die Bedeutung der Bankintermediation hatte seit Beginn der 1980er Jahre aus Anlegersicht etwas abgenommen. Haushalte und auch Unternehmen legen verstärkt Mittel nicht direkt im Bankensektor an, sondern nutzen zunehmend auch andere NBFI wie Versicherungen und Fondsgesellschaften zur Anlage ihrer Mittel. Dies hat zu einer spürbaren Verlängerung der Intermediationsketten geführt. Banken refinanzieren sich selbst zunehmend über NBFI und bestimmte Wertpapiere, aber ihre dominante Rolle auch noch in den 1990er Jahren zeigte sich zum Beispiel darin, dass die meisten institutionellen Investoren in Deutschland entweder Tochtergesellschaften der Banken oder über Kapitalverflechtungen mit dem Bankensektor verbunden waren. In Bezug auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor ergab sich ein Bild, das gerade im Vergleich zu anderen Ländern von einer relativ hohen Effizienz in Bezug auf Margen und Kostenstrukturen zeugte. Ein Grund scheint der hohe Wettbewerb zwischen den drei Säulen des deutschen Bankensystems (Privatbanken, Genossenschaftsbankensektor, Sparkassensektor) zu sein, der für das deutsche Bankensystem charakteristisch war.

Eine Dominanz der Banken zeigte sich auch in den Finanzierungsmustern von Unternehmen. Zwar war die sogenannte Innenfinanzierung aus dem Cashflow der Unternehmen in Deutschland – aber auch in den meisten anderen Industrieländern – eine bedeutende Finanzierungsquelle (Corbett/Jenkinson 1997; Mayer 1990), jedoch wies gerade in Bezug auf die Außenfinanzierung die langfristige Bruttofinanzierung der Unternehmen darauf hin, dass Banken in der Finanzierung dominant waren (Hackethal/Schmidt 2005).

Auch die in Deutschland vorherrschende Corporate Governance passte in dieses Bild. Bezüglich der großen Unternehmen, insbesondere der Aktiengesellschaften, konnte man ein „insider control system“ konstatieren, in dem Einfluss und Kontrolle von Akteuren ausgeübt wurde, die einen privilegierten Zugang zu unternehmensinternen Informationen und Entscheidungsträgern hatten. Dies zeigte sich auch darin, dass die wichtigsten Stakeholder-Gruppen wie Beschäftigte, Eigentümer, verbundene Industrien, staatliche Institutionen und natürlich Banken oft im Aufsichtsrat vertreten waren. Insbesondere die Bankvertreter hatten häufig als Aufsichtsratsvorsitzende eine herausgehobene Position. Die relativ starke Konsensorientierung des Aufsichtsrates wurde unterfüttert durch einen im Ländervergleich hohen Grad an Mitbestimmung seitens der Beschäftigten. Ähnliche Strukturen konnte man auch bei den größeren Familienunternehmen, die in Deutschland traditionell ein wichtiger Wirtschaftsfaktor sind, vorfinden. Das in Deutschland vorherrschende, langfristig angelegte Hausbankenprinzip führte zudem dazu, dass die Banken gerade auch in der „Corporate Governance“, also der Unternehmensführung und Kontrolle der KMU eine wichtige Rolle spielen konnten, da das regulative Umfeld (Insolvenzordnung, Rechnungslegungsnormen, „civil-law“-Rechtssystem) ihnen in Konfliktsituationen Verhandlungsmacht gab.

Insgesamt betrachtet konnte somit nachgewiesen werden, dass die Gesamtkonfiguration des Finanzsystems in Deutschland bis weit in die 1990er Jahre hinein in wesentlichen Teilen von einer Bankendominanz geprägt war. Die einzelnen Elemente des deutschen Finanzsystems waren dementsprechend untereinander weitgehend kompatibel, und dies definierte die Pfadabhängigkeiten und institutionellen Komplementaritäten.

2 Strukturveränderungen im Unternehmens-, Haushalts- und Finanzsektor

2.1 Unternehmensfinanzierung und Anlageverhalten der Unternehmen

Dieser Abschnitt behandelt die Veränderungen der Interaktionen von Unternehmen und Finanzmarkt. Ein besonderer Fokus wird dabei auf die Unternehmensfinanzierung und das Anlageverhalten von Unternehmen gelegt. Zentraler Bestandteil dieser Analyse ist die sogenannte Intermediationsrate, welche mithilfe von aggregierten intersektoralen Daten der OECD die Vernetzung zwischen Sektoren misst. Weiterhin

sind über diese Analyse­methode Interpretationen bezüglich der Bedeutung einzelner Sektoren möglich. Die Methode wurde von Schmidt, Hackethal und Tyrell (1999) entwickelt.

Die Intermediationsrate misst, wie groß der Anteil eines Gegensektors an den finanziellen Beständen eines Bemessungssektors ist, wobei Bestände als Konten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung aufgefasst werden und sich dementsprechend entweder auf Aktiva (Vermögenspositionen) oder Passiva (Verbindlichkeiten) beziehen. Die Vermögensseite erlaubt Rückschlüsse auf das Anlageverhalten des Bemessungssektors, die Verbindlichkeitsseite hingegen auf die aggregierte Finanzierung des Bemessungssektors. Als Beispiel sei eine Verbindlichkeiten-Intermediationsrate von 30 % des Sektors der nichtfinanziellen Unternehmen, d. h. des Unter-

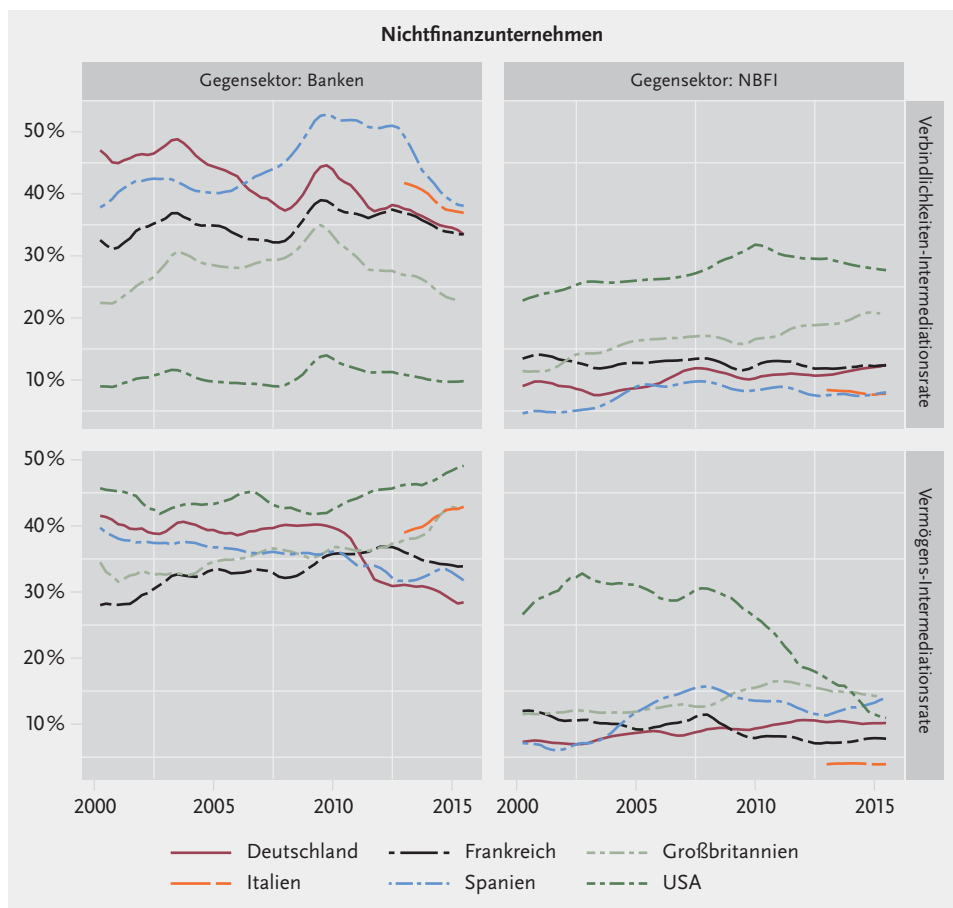


Abb. 5.2: Intermediationsraten der Nichtfinanzunternehmen

Quelle: OECD-Daten. Quarterly Tables 0720 nach der SNA 2008 (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R). Eigene Darstellung.

nehmenssektors, mit dem Gegensektor Banken gegeben: Dies bedeutet, dass 30 % der Finanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen durch Banken bereitgestellt werden. Je höher also eine Intermediationsrate ausfällt, desto größer ist die Bedeutung des jeweiligen Gegensektors für den Sektor.

In Abbildung 5.2 werden die Entwicklungen der Intermediationsraten für nichtfinanzielle Unternehmen mit Banken (linke Spalte) und mit NBFI (rechte Spalte) für verschiedene Länder dargestellt, zum einen als Intermediationsraten der Finanzierung (Verbindlichkeiten-Intermediationsrate, obere Reihe), zum anderen als Intermediationsraten der Anlagen (Vermögens-Intermediationsrate, untere Reihe). Eine ausführliche Definition von NBFI wird von der Deutschen Bundesbank gegeben (Deutsche Bundesbank 2015a: 59). Diese umfasst Geldmarkt- und Investmentfonds, Zweckgesellschaften, Eigenhändler sowie Unternehmen, die sich mit Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten beschäftigen. Die Begriffe Schattenbank und NBFI werden dabei häufig synonym verwendet. Es soll noch angemerkt werden, dass Versicherungen und Pensionsfonds weder in unseren Begriff von NBFI noch in die Schattenbanken-Definition der Deutschen Bundesbank einbezogen werden. Die Versicherungsunternehmen werden als eigener Teilsektor erfasst. NBFI nehmen in einem Bankenmodell die Rolle des Finanzmarkts ein, können jedoch auch traditionelle Bankenaufgaben übernehmen, wie Spareinlagenverwaltung oder Kreditvergabe (mit einer meist geringeren Menge an Regulierungen).

Als klassische Defiziteinheiten sind nichtfinanzielle Unternehmen auf Kapitalmittel zur Finanzierung ihrer Investitionen angewiesen und damit weist die Verbindlichkeiten-Intermediationsrate auf die Bedeutung der beiden Sektoren Banken und NBFI für die Unternehmen hin. So sieht man in den meisten dargestellten Ländern eine insgesamt größere Bedeutung der Banken im Vergleich zu den NBFI (ausgedrückt wird dies durch eine höhere Intermediationsrate), was jeweils für eine Einordnung des Systems als bankbasiertes Finanzmarktsystem spricht. Besonders Deutschland und Spanien zeichnen sich durch eine hohe Intermediation zwischen Unternehmen und dem Bankensektor sowie eine sehr niedrige Intermediation zwischen Unternehmen und NBFI aus. Das Gegenteil lässt sich am Beispiel der USA nachverfolgen, so liegt in den USA die Intermediationsrate der Unternehmensfinanzierung für NBFI weit über der für Banken (obere Reihe).

Neben den Niveaueffekten ist es zudem interessant, die Entwicklung in den einzelnen Zeitreihen miteinander zu vergleichen. So zeigt Abbildung 5.2 deutlich den Rückgang der Rolle der Banken bei der Unternehmensfinanzierung in nahezu allen ausgewählten Ländern seit 2010, bei einer simultanen Bedeutungszunahme der NBFI. Zu Zeiten der globalen Finanzkrise (ca. 2008 bis 2010) lässt sich eine kurzzeitige Zunahme der Unternehmensfinanzierung durch Banken beobachten. In der Finanzkrise waren Unternehmen auf externe Finanzierungsquellen angewiesen und die Erwartung, dass gerade die Geschäftsbanken seitens der jeweiligen Regierungen nicht fallen gelassen werden, führte zu einer relativen Umschichtung aus dem NBFI-Sektor in den Bankensektor. Dieses Phänomen wird auch als „flight to quality“

bezeichnet. Dieser kurzzeitige Aufschwung in der Finanzierungsbeziehung zu Banken wurde forciert durch eine Abnahme der Innenfinanzierung. Der durch die einsetzende Wirtschaftskrise verursachte Einbruch von Umsatz und Gewinn bei vielen Nichtfinanzunternehmen führte dazu, dass die Finanzierungslücke nicht mehr durch interne Finanzströme geschlossen werden konnte. Geschlossen wurde sie durch eine Zunahme an Bankkrediten, also durch eine Art „Notfinanzierung“ oder durch eine Ausschöpfung der Kreditlinien. Eine Umkehr ist erst nach den ersten Krisenjahren (ca. ab 2010) zu beobachten. Ab diesem Zeitpunkt setzt sich die Bedeutungsabnahme des Bankensektors für die Nichtfinanzunternehmen bis 2015 fort. Dies erkennt man an den Intermediationsraten in Deutschland, aber auch in besonders starkem Ausmaß in Spanien. Während dies für Deutschland so interpretiert werden kann, dass die Unternehmen ganz bewusst ihre Kreditfinanzierung über Banken zurückgefahren haben, um eine größere Unabhängigkeit gegenüber Banken zu erreichen, scheint die Situation in Spanien eine andere zu sein. Hier haben die lang anhaltenden Probleme im Bankensektor wohl dazu geführt, dass die Unternehmen kaum mehr Zugang zu Neukrediten hatten, und dies hat den Wirtschaftsabschwung verstärkt.

Die zunehmende Bedeutung der NBFI im Bereich der Unternehmensfinanzierung bei abnehmender Rolle der Banken hat vielfältige Folgen. Ein Faktor des Aufschwungs des Schattenbankensystems sind neue regulatorische Anforderungen an Banken, welche Anreizstrukturen setzen, diese zu umgehen bzw. ihnen auf legalem Wege auszuweichen. Die Umgehung von Regulierungsvorschriften kann dann zu einer Risikozunahme im gesamten Finanz- und Realsystem führen, eine Gefahr, vor der die Bundesbank im letzten Finanzstabilitätsbericht warnte (Deutsche Bundesbank 2015c).

Dass die Innenfinanzierung bei Nichtfinanzunternehmen in Deutschland in den letzten Jahren stark gestiegen ist, wird unter anderem auch auf Basis von Daten aus der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland deutlich. Seit 2012 wächst die Innenfinanzierung wieder kräftig, während die Kredite von Banken in den letzten Jahren kaum Zuwachsraten zu verzeichnen hatten. Ersetzt wurden diese durch NBFI und insbesondere nichtfinanzielle Unternehmen, die massiv als Kreditgeber an Bedeutung gewonnen haben. Die direkte Kreditvergabe an Unternehmen durch Unternehmen, beispielsweise im Rahmen von konzerninternen Finanzierungen, hat geholfen, weitreichende Mittelengpässe zu verhindern (Deutsche Bundesbank 2015b).

Neben der gestiegenen Innenfinanzierung ist in Deutschland zudem ein massiver Anstieg der Eigenkapitalquoten bei den nicht-finanziellen Unternehmen zu verzeichnen. Dies wird aus Analysen auf Basis der Dafne/Amadeus-Datenbank und der Unternehmensabschlussstatistik der Deutschen Bundesbank deutlich. Besonders illustrativ sind die Zahlen aus der Bundesbankstatistik. So stieg, über alle Unternehmen gerechnet, die Eigenmittelquote im Zeitraum 2000 bis 2014 von etwas über 18 % auf 29,5 %, wobei dies eine kontinuierliche Entwicklung war, die nur in den

Krisenjahren 2008/2009 mit im Vergleich zu den Vorjahren niedrigeren Quoten unterbrochen wurde. Dabei fällt der Zuwachs bei den Großunternehmen, die ihre Eigenmittelquote von etwas unter 26 % auf 31,5 % steigern konnten, noch moderat aus. Die kleineren und mittleren Unternehmen haben hingegen ihre Eigenkapitalquote im betrachteten Zeitraum von 9,5 % auf 25,5 % gesteigert, was fast eine Verdreifachung darstellt. Interessanterweise hatten kleinere und mittlere Unternehmen auch in den Krisenjahren 2008/2009 kaum einen Einbruch in den Eigenmittelquoten zu verkraften (Deutsche Bundesbank 2013, 2015b).

Die langjährige Zunahme von NBFi in der Finanzierung von Unternehmen in den USA im Vorfeld der Krise wird auch an der Verbindlichkeiten-Intermediationsrate (Abbildung 5.2) deutlich. Dies entspricht dem von Pozsar u. a. (2010) beschriebenen Bedeutungszuwachs von Schattenbanken im marktbasieren US-Finanzsystem. Interessant ist außerdem, dass in Großbritannien im Vorfeld der 2007/2008-Krise die Banken in der Finanzierung des Unternehmenssektors einen großen Bedeutungszuwachs erfahren haben, der jedoch nach der Krise wieder rapide zurückging. Wie aus einem CityUK-Report hervorgeht, hatte gerade vor der Krise die Finanzierung von KMU in Großbritannien stark zugenommen, was sich nach der Krise schnell umkehrte, sodass auch in Großbritannien Stimmen laut wurden, die insbesondere alternative Finanzierungsquellen für KMU forderten (TheCityUK 2013).

In den unteren beiden Grafiken von Abbildung 5.2 werden Nichtfinanzunternehmen in ihrer Rolle als Überschusseinheiten betrachtet – und damit deren Anlageverhalten. Besonders markant ist hier der Rückgang der Anlage in NBFi in den USA, der durch den Zusammenbruch von Spezialfinanzierern wie den staatlich geförderten Hausfinanzierern Fannie Mae oder Freddie Mac und auch durch eine Flucht in sichere Anlageformen, die von Banken zur Verfügung gestellt werden können, getrieben sein kann. Insgesamt steigt in der Krise die Anlage bei Banken in fast allen betrachteten Ländern leicht an, während sich nach der Krise das Bild sehr differenziert darstellt. In Bezug auf Banken weisen Großbritannien und die USA einen Anstieg der Vermögensanlage seitens der nichtfinanziellen Unternehmen auf. Im Gegenzug dazu sinkt die Bedeutung der Bank in der Vermögensanlage in den klassischen bankbasierten Systemen Deutschland, Frankreich und Spanien. Die Entwicklung in Deutschland in der Zeit nach 2010, welche einhergeht mit der Abnahme der Vermögens-Intermediationsrate, kann jedoch durch eine zunehmende Bedeutung der Innenfinanzierung von Realinvestitionen durch nichtfinanzielle Unternehmen erklärt werden.

Was insgesamt auffällt, wenn man die Verbindlichkeiten-Intermediationsraten und die Vermögens-Intermediationsraten zusammengenommen in ihren Niveauhöhen betrachtet, ist die Tatsache, dass der Unternehmenssektor insbesondere in der Zeit nach der Finanzkrise in den meisten Ländern nicht mehr der typische Defizitsektor ist, der er früher einmal war. Im Gegenteil, er hat sich vom Nettoschuldner zum Nettogläubiger gewandelt. Dieser Befund wird bestätigt durch eine neue Untersuchung von Forschern der Federal Reserve (FED) in den USA, die ebenfalls mit den OECD-

Daten arbeiten (Gruber/Kamin 2015). Sie zeigen auf, dass in allen G-7-Ländern bis auf Frankreich und Italien sich der Unternehmenssektor spätestens nach der Finanzkrise aggregiert zu einem Nettokreditgeber gewandelt hat. Insofern scheinen wir es hier mit einem Strukturbruch zu tun zu haben, der nicht nur in Bezug auf die deutsche Finanzstruktur zu beobachten ist. Unternehmen machen sich in den meisten Industrieländern zunehmend unabhängig von Bank- und/oder Kapitalmarktfinanzierung, und dies erst recht nach der Finanzkrise. Alle unsere Befunde deuten darauf hin.

2.2 Haushalte und deren Sparverhalten und Vermögensposition

Die privaten Haushalte als typische Überschusseinheiten einer Volkswirtschaft können als Aggregat in Bezug auf Veränderung ihres Anlage- und Finanzierungsverhaltens ebenfalls mit der von uns entwickelten Methode analysiert werden. Die Ergebnisse sind in Abbildung 5.3 dargestellt. In der oberen Zeile findet man die beiden Grafiken zum Verschuldungsverhalten der privaten Haushalte. Es ist zu erkennen, dass in den europäischen Ländern die privaten Haushalte sich typischerweise gegenüber den Banken verschulden und nicht direkt Finanzmittel bei NBFI aufnehmen. Dies betrifft nicht nur die kontinentaleuropäischen Länder, sondern trifft auch für Haushalte in Großbritannien zu, die sich in dieser Hinsicht klar anders als Haushalte in den USA verhalten. In den USA entspricht das Bild den Erwartungen, die man an ein kapitalmarktorientiertes Finanzsystem hat: Die Haushalte verschulden sich in einem beträchtlichen Maße direkt bei den NBFI. Dies geschieht beispielsweise über Sonderkreditinstitute oder Spezialfinanzierer wie die staatlich geförderten Fannie Mae und Freddie Mac, welche sich auf Hauskredite spezialisiert haben.

Weiterhin erkennt man, dass im Vorfeld der Krise, insbesondere ab dem Jahr 2004, die Verschuldung der spanischen Haushalte gegenüber Banken massiv gestiegen ist. Dies reflektiert die Zunahme der Vergabe von Immobilienkrediten seitens des spanischen Bankensektors, die die Blase im spanischen Immobilienmarkt gespeist hat.

Für Deutschland ergibt sich im Zeitablauf eine abnehmende Verschuldung der Haushalte gegenüber Banken. Dies wird aber nicht durch einen höheren Verschuldungsgrad gegenüber NBFI kompensiert. Leicht angestiegen ist hingegen die Verschuldung von Haushalten gegenüber dem Unternehmenssektor¹, was insbesondere dadurch getrieben sein könnte, dass Kleinst- und Einzelunternehmer in der Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung mangels weitergehender Zurechnungsmöglichkeiten unter den Haushaltssektor subsumiert sind und diese sich häufig bei anderen Unternehmen refinanzieren. Dies kann eine Verzerrung der Ergebnisse zur Folge haben. Weiterhin ist die Verschuldung der Haushalte in Deutschland gegenüber dem Ausland kontinuierlich und recht stark gestiegen. Dies kann in die Richtung interpretiert werden, dass die Haushalte verstärkt Kredite bei ausländi-

¹ Die Verschuldung der Haushalte gegenüber dem Unternehmenssektor wird hier nicht grafisch dargestellt, der interessierte Leser sei auf den Online-Anhang verwiesen (http://www.soeb.de/fileadmin/redaktion/downloads/soeb_3_Webtabellen/Kapitel_5_soeb3_Webanhang_20160916.pdf. Stand:16.09.2016).

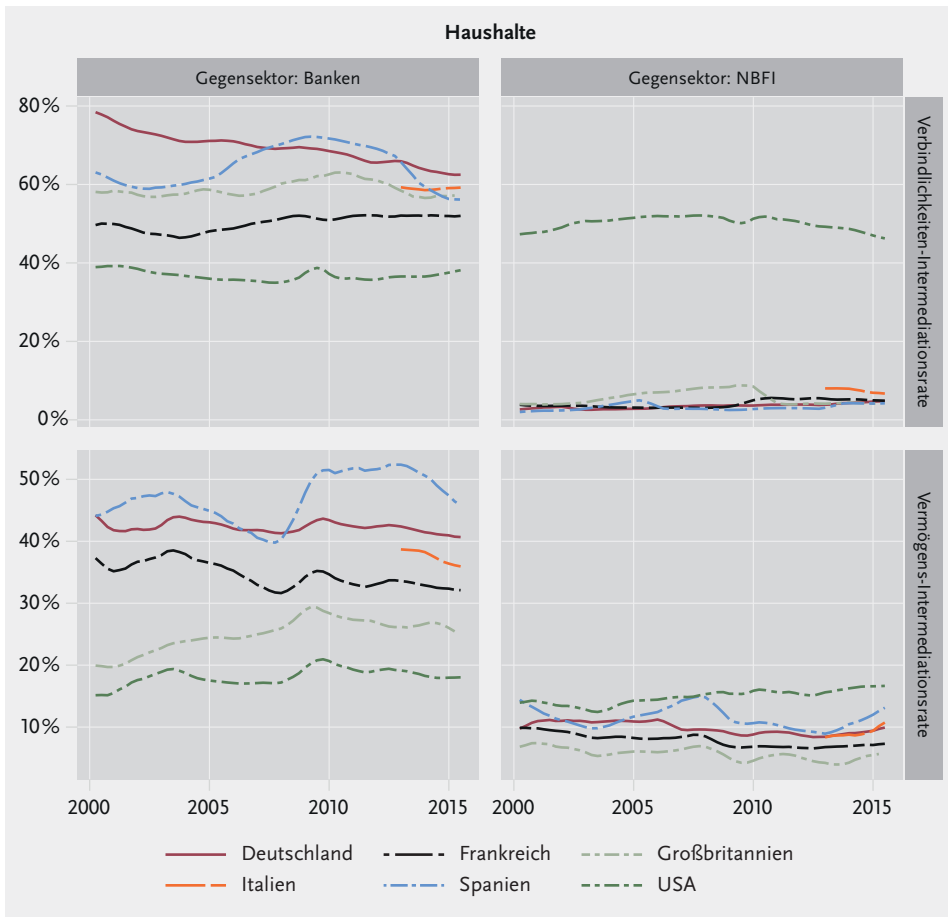


Abb. 5.3: Intermediationsrate der Haushalte

Quelle: OECD-Daten. Quarterly Tables 0720 nach der SNA 2008 (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R). Eigene Darstellung.

schen Finanzinstitutionen aufnehmen, also als Beleg für eine zunehmende internationale Finanzverflechtung.²

In Bezug auf die Vermögensanlage (Abbildung 5.3, untere Grafiken) entspricht das Bild in großen Teilen den Erwartungen, die die unterschiedlichen Finanzsystemkonfigurationen der jeweiligen Länder wecken. In Deutschland dominiert eindeutig die Finanzanlage bei Banken (Depositen, Spareinlagen, sonstige Anlageformen). Die Vermögens-Intermediationsrate gegenüber Banken ist im Gesamtzeitraum relativ konstant geblieben, man erkennt zudem eine leichte Zunahme in den Jahren 2008/2009, die als eine Flucht in sichere Anlageformen in der Finanzkrise interpretiert werden kann.

² Vgl. Online-Anhang Fußnote 1.

tiert werden kann. Diese Tendenz, in Krisenzeiten in sichere Anlagen zu investieren, kann übrigens in allen Ländern beobachtet werden, wobei sie am stärksten in Spanien ausgeprägt ist. Das verwundert nicht, wenn man bedenkt, dass Spanien mit am stärksten von der Finanzkrise betroffen war.

Die Vermögensanlage bei den NBFI hat sich in allen Ländern nicht merklich im Zeitablauf verändert. Hierbei muss man jedoch berücksichtigen, dass in der hier gewählten Sektorenabgrenzung der NBFI der Versicherungssektor nicht inkludiert ist. Die Vermögensanlage der privaten Haushalte in Deutschland bei Versicherungen hat indes im Gesamtzeitraum deutlich zugenommen (vgl. Online-Anhang Fußnote 1). Private Haushalte haben verstärkt auf Versicherungsprodukte zurückgegriffen, was sicherlich auch auf die zunehmend staatlich geförderte private Altersabsicherung zurückgeführt werden kann.

Weiterhin hat die direkte Anlage bei nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland abgenommen, zudem liegt in Bezug auf diese Vermögens-Intermediationsrate Deutschland zusammen mit Großbritannien ganz hinten. Für Deutschland kann man dies so interpretieren, dass die direkte Aktienanlage der Haushalte schon immer sehr niedrig war und in den letzten Jahren sogar noch weiter zurückgegangen ist. Zudem sind die Pensionsrückstellungen der Unternehmen, welche auf der Gegenseite Altersvermögensansprüche der Haushalte repräsentieren, in den letzten Jahren entweder zurückgefahren worden, oder Pensionsansprüche wurden aktiv von den Unternehmen bilanziell ausgegliedert, indem sie in andere Versorgungskanäle umgeschichtet wurden. In Großbritannien erstaunt dieser Befund auf den ersten Blick, denn es heißt gemeinhin, dass dort die Aktienkultur sehr viel ausgeprägter sei. In Großbritannien halten jedoch die privaten Haushalte Aktien überwiegend in Fondsstrukturen, die zur privaten Altersvorsorge dienen. Diese Pensionsfonds werden von Versicherungen aufgelegt und erscheinen somit als Vermögens-Intermediationsrate in Bezug auf den Gegensektor Versicherungen. Für Großbritannien liegt diese Intermediationsrate folgerichtig kontinuierlich bei 60 % (vgl. ebd.).

Die bisher vorgestellten Ergebnisse dokumentieren Veränderungen im Sparverhalten und der Finanzvermögensanlage der Haushalte hoch aggregiert auf Gesamtsektorebene. Sie werden im Folgenden ergänzt durch Erkenntnisse aus einer Bundesbankstudie, die das Vermögen der privaten Haushalte sehr differenziert nach Vermögenszusammensetzung und Vermögensstatus unterschiedlicher Haushalte erfasst.³ Der Schwerpunkt der Studie liegt auf einer Erhebung des Vermögens, welches möglichst vollständig sowohl die Aktiva als auch die Passiva der Haushaltsbilanz erfasst. Dazu gehören auf der Aktivseite das Sachvermögen, einschließlich Immobilienvermögen, Unternehmensbesitz und Wert dauerhafter Vermögensge-

3 Die Daten stammen aus einer repräsentativen Befragung „Private Haushalte und ihre Finanzen“ (PHF) der Deutschen Bundesbank, die im Rahmen einer Analyse der Haushaltsfinanzen im Eurosystem von allen nationalen Zentralbanken im Eurosystem einheitlich in den jeweiligen Euroländern durchgeführt wurde. Inzwischen sind die Ergebnisse der zweiten Erhebungswelle 2014 zur Verfügung gestellt worden, nachdem die erste Erhebung im Jahre 2010 erfolgte. Zu Methodik und Hintergründen der PHF-Studie siehe www.bundesbank.de/phf.

genstände wie Fahrzeuge, Sammlungen und Schmuck, und das Finanzvermögen, welches ebenfalls sehr differenziert unter Einschluss der Guthaben bei privaten Renten- und Lebensversicherungen erhoben wurde. Nicht einbezogen, da schwierig zu ermitteln, wurden die in der Zukunft liegenden Ansprüche auf eine gesetzliche Rente oder Pension. Auf der Passivseite werden alle Verbindlichkeiten erfasst. Die Differenz aus Bruttovermögen (Sach- und Finanzvermögen) und Schulden ergibt das Nettovermögen.

Es zeigt sich, dass das Nettovermögen in Deutschland auch im Vergleich zu anderen Ländern im Euroraum sehr ungleich verteilt ist. Der Abstand im Vermögen zwischen den vermögendsten 10 % der privaten Haushalte und dem Median ist in Deutschland weit höher als im Durchschnitt des Euroraums (Deutsche Bundesbank 2016: 62 ff.). Insgesamt hat sich zwar die Vermögensverteilung 2014 im Vergleich zu 2010 nicht wesentlich verändert, aber die ärmeren Haushalte haben im Vergleich zu 2010 Vermögenseinbußen hinnehmen müssen. Das gilt etwa für die ärmeren 40 % der Haushalte, deren Nettovermögen von 2010 bis 2014 gesunken ist. Auch der Anteil der Haushalte, deren Verschuldung über ihrem Vermögen liegt, stieg in diesem Zeitraum von 7 % auf 9 % (vgl. Online-Anhang Fußnote 1). Interessant ist zudem, durch welche Faktoren die Vermögenszuwächse im Wesentlichen getrieben waren. Immobilienbesitzer und Haushalte mit Wertpapierbesitz hatten Vermögenszuwächse zu verzeichnen, denn in Zeiten extrem niedriger Sparzinsen und steigender Immobilienpreise und Aktienkurse sind solche Anlageformen natürlich besonders attraktiv. Eine solche Portfoliostruktur der privaten Haushalte findet man jedoch insbesondere bei den vermögenderen Haushalten und denjenigen mit höheren Einkommen.

Das Anlageverhalten hat sich somit aggregiert und insgesamt betrachtet kaum verändert, was auch mit den obigen Ergebnissen aus der Sektorenanalyse in Einklang steht. Was sich aber verschlechtert hat, ist die Einkommens- und Vermögenssituation der ärmeren Haushalte in Deutschland. Und dies schränkt erfahrungsgemäß deren gesellschaftliche Teilhabemöglichkeiten ein. Dieser Zusammenhang von Anlageverhalten und Ungleichheit wird bestätigt durch die Untersuchung von Adam und Tzamourani (2015). Basierend auf den in der ersten Erhebungswelle 2010 gewonnenen Daten zu den Unterschieden in der Portfoliostruktur simulieren sie für alle Euroländer, welche Verteilungswirkungen ein zehnprozentiger Anstieg von Aktien-, Bond- und Häuserpreisen in der Eurozone hätte. Hintergrund ist die Überlegung, dass die EZB-Anleihekäufe und die äußerst lockere Geldpolitik mutmaßlich zu steigenden Vermögenspreisen geführt haben. Die Autoren zeigen, dass der Aktienkursanstieg zu einem Anstieg der Nettovermögensungleichheit in der Eurozone führt, während der Anstieg von Bondpreisen die Nettovermögensungleichheit unverändert lässt und der Immobilienpreisanstieg sie sogar verringert. Dies liegt in Bezug auf die Häuserpreise vor allem darin begründet, dass von niedrigen Zinsen und hohen Immobilienpreisen insbesondere diejenigen Haushalte profitieren, die ihren Immobilienbesitz mit einer höheren Schuldenquote finanzieren. Hier werden aber große Unterschiede zwischen den einzelnen Euroländern sichtbar. Gerade in Deutschland,

aber auch in Frankreich und Italien sind ärmere Haushalte seltener im Besitz von Immobilien als beispielsweise in Spanien, Portugal oder den Niederlanden. Da diese Haushalte auch kaum Finanzanlagen besitzen, profitieren sie weder von Aktien- noch von Bond- und Häuserpreisanstiegen. Dies betrifft ca. 20 % der Haushalte und hat beträchtliche negative Verteilungswirkungen. Die Zentralbankpolitik in der Eurozone dürfte somit dazu beigetragen haben, dass die Teilhabechancen von einkommens- und vermögensschwachen Haushalten gesunken sind, wenn man das Anlageverhalten der Haushalte differenziert in die Betrachtung mit einbezieht (ähnlich auch Bernoth/König/Beckers 2016).

2.3 Strukturveränderungen im Bankensektor

Im Folgenden wird die Strukturveränderung im Bankensektor behandelt. Der Bankensektor dient hierbei als wichtiger Proxy, um die Finanzierungssituation der deutschen Haushalte analysieren zu können. Wie in den vorigen Abschnitten gezeigt, ist der deutsche Finanzmarkt nach wie vor von Banken geprägt, wenn auch mit abnehmender Tendenz. Veränderungen im Bankensektor wirken sich daher direkt auf die Risikostruktur in der Volkswirtschaft aus und beeinflussen dadurch indirekt die Teilhabesituation der Haushalte. Die Analysen im Folgenden beziehen sich auf die Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank (2015a), die eine detaillierte Analyse des deutschen Bankensystems zulässt, aufgeteilt nach verschiedenen Banken- und Kredittypen.

2.3.1 Ertragssituation

Die Ertragssituation der jeweiligen Banken wird durch die makroökonomische Entwicklung des Landes sowie durch die jeweilige Geschäftsstrategie sehr stark beeinflusst. Ein zentraler Messwert des Ertrags ist die Eigenkapitalrentabilität, welche durch den Quotienten von Einkommen zu Eigenkapital ausgedrückt wird und die Effektivität der Bank in Bezug auf das eingebrachte Kapital widerspiegelt.

Vergleicht man die Ertragssituation verschiedener Banken nach Bankentypen (Abbildung 5.4), so fällt auf, dass die tendenziell international vernetzten Großbanken am stärksten von den vergangenen Krisen betroffen waren. In den Hochjahren vor der Finanzkrise waren diese Institute in der Lage, eine Eigenkapitalrentabilität von über 30 % in der Spitze zu erwirtschaften. Seit dem Jahr 2000 liegt der Durchschnitt für Großbanken aber nur noch bei 3,1 % im Jahr. Das aggregierte Banksystem war im gleichen Zeitraum in der Lage, zwei Prozentpunkte mehr zu erwirtschaften (5,2 %), bei einer geringeren Volatilität der Rentabilität. Den niedrigsten Ertrag weisen Landesbanken aus, welche über die vergangenen 15 Jahre durchschnittlich eine Eigenkapitalrentabilität von 0,8 % erwirtschaftet haben. Der direkte Vergleich der Landesbanken mit den anderen Geldinstituten wird jedoch von deren Sondersituation erschwert: Ihr spezifisches Aufgabenfeld und die direkte politische Einflussnahme sind Faktoren, die in dieser Form nur auf Landesbanken wirken. Ein Teil des niedrigen Ertrags der Landesbanken wird auf die Vernetzung der Landesbanken im internationalen Kontext zu Zeiten der Finanzkrise zurückgeführt. Banken, die den Spar-

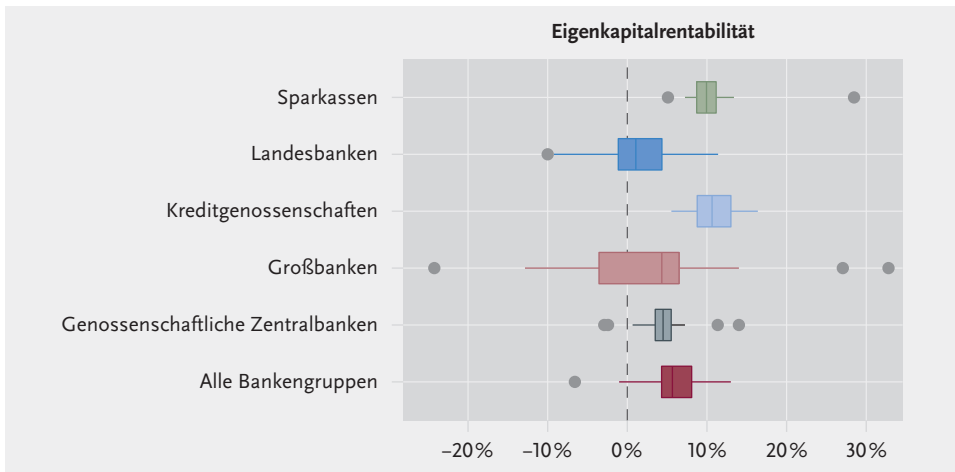


Abb. 5.4: Eigenkapitalrentabilität deutscher Banken (2000–2015)

Quelle: Deutsche Bundesbank 2015a. Eigene Darstellung.

kassen und den Kreditgenossenschaften zugeordnet werden, zeigten die höchste Effektivität mit durchschnittlichen 10,8 % beziehungsweise 11 %, zusätzlich sorgten diese beiden Bankengruppen auch zu Zeiten der Krise mit einer positiven Ertrags-situation für Stabilität im System.

2.3.2 Kreditvergabe und Einlagesituation der Banken

Die Kreditvergabe ist ein guter Indikator für den Zustand des Bankensystems, da sie die zentrale Aufgabe des Sektors darstellt und im klassischen Bankengeschäft auch einen Großteil des Ertrags ausmacht. Die absoluten Werte der Kreditvergabe der verschiedenen Bankentypen werden quartalsweise von der Deutschen Bundesbank berichtet. Die Zahlen zeigen eine Zunahme von vergebenen Krediten an inländische Unternehmen und Privatpersonen seit der Jahrtausendwende an, allerdings schrumpfen die Wachstumsraten. Von dieser Zunahme profitieren jedoch vor allem die Sparkassen und Genossenschaftsbanken sowie zu einem kleineren Teil die Regionalbanken. Eine Abnahme an Krediten haben vor allem Großbanken zu verzeichnen, so ist die Kreditvergabe an inländische Unternehmen in den vergangenen 15 Jahren um 30 % zurückgegangen. Auch die Art der Kredite verändert sich, so liegt der Anteil der Kredite für Wohnungsbau bei Sparkassen, Genossenschaftsbanken und Großbanken mittlerweile bei über 50 % mit weiter steigender Tendenz. Lediglich Landesbanken weisen eine Abnahme dieser Kredite aus (Deutsche Bundesbank 2015a).

Ein Vergleich der verschiedenen Einlagesituationen nach Bankentyp zeigt auch hier einen gravierenden Unterschied: Während Sparkassen und Genossenschaftsbanken ein höheres Eigenkapital und mehr Einlagen von nicht-monetären Finanzunternehmen (also Haushalten, Nichtfinanzunternehmen, Staat und Ausland [RoW]) vorweisen, stehen die Großbanken auf kleineren Eigenkapitalpuffern und haben mehr

Verbindlichkeiten von anderen Bankinstituten sowie sonstigen Posten. Gleichzeitig beruht die Aktivseite der Bilanz von Sparkassen und Genossenschaftsbanken auf Krediten an nicht-monetäre Finanzunternehmen, während die Großbanken mehr Kredite an monetäre Finanzunternehmen (MFI) sowie große Derivatpositionen ausweisen (Deutsche Bundesbank 2015d).

Ein Grund für die Abnahme der Kreditvergabe der Großbanken ist die aufkommende Konkurrenz durch NBFI, welche durch das Schattenbankensystem vermehrt Kredite vergeben oder als Zwischenhändler im Verbriefungsprozess auftreten und somit die Intermediationsketten verlängern (Pozsar u. a. 2010).

2.3.3 Intermediationsketten

Unter einer Intermediationskette versteht man die Kette an Institutionen, die zwischen den Überschuss- und den Defiziteinheiten im Sinne von Allen und Gale (2000) liegen. Durch den Prozess der Verbriefung von Krediten erhöht sich die Anzahl der involvierten Akteure im System. So ist die Bank nicht mehr der alleinige Akteur, der den Kapitalfluss von Haushalt zu Unternehmen intermediert, sondern diese Funktion wird übernommen von einer Kette von verschiedenen Akteuren, bestehend aus Banken, NBFI und Versicherungen. Um diese Veränderung messbar zu machen, lassen sich die Intermediationsraten innerhalb des Finanzsektors nutzen, also zwischen dem Aggregat „Finanzunternehmen“, bestehend aus Banken, NBFI und Versicherungen, als Hauptsektor und den einzelnen Konstituenten als Gegen-sektor. Das Ergebnis ist in Abbildung 5.5 visualisiert.

Die Vernetzung der Finanzsysteme nimmt zu, was durch die Verlängerung der Intermediationsketten gezeigt wird. Dieser Prozess wird ersichtlich durch steigende Intermediationsraten zwischen den Akteuren der Finanzwirtschaft und deren Aggregat. Die steigenden Tendenzen sind sowohl in der Finanzierung als auch in der Anlage der Finanzunternehmen zu beobachten, was darauf hindeutet, dass Kapitalströme öfter zwischen den Finanzunternehmen ausgetauscht werden, die Ketten also länger werden und Bruttokapitalströme steigen. Eine zentrale Rolle spielen dabei die NBFI, welche eine zunehmende Rolle in der Finanzierung der Finanzunternehmen spielen, was mit der Verbindlichkeiten-Intermediationsrate gezeigt wird. Besonders Großbritannien und Frankreich zeigen sehr starke Zuwächse der Raten. Dies lässt darauf schließen, dass diese Systeme längere Intermediationsketten entwickelt haben.

Im Falle von Großbritannien lässt sich der Anstieg der Finanzierung von Finanzunternehmen durch NBFI besonders durch die simultane Zunahme der Anlagen (Vermögens-Intermediationsrate) erklären: Finanzunternehmen legen ihr Vermögen bei Banken an, welche durch die Finanzierung von NBFI gedeckt werden, neben den klassischen Einlagen der Überschusseinheiten. Die Defiziteinheiten, welche das Geld final erhalten werden, finanzieren sich nun über Kredite und andere Kapitalflüsse der Finanzunternehmen, jedoch liegt zwischen den beiden Einheiten eine verlängerte Kette von Akteuren.

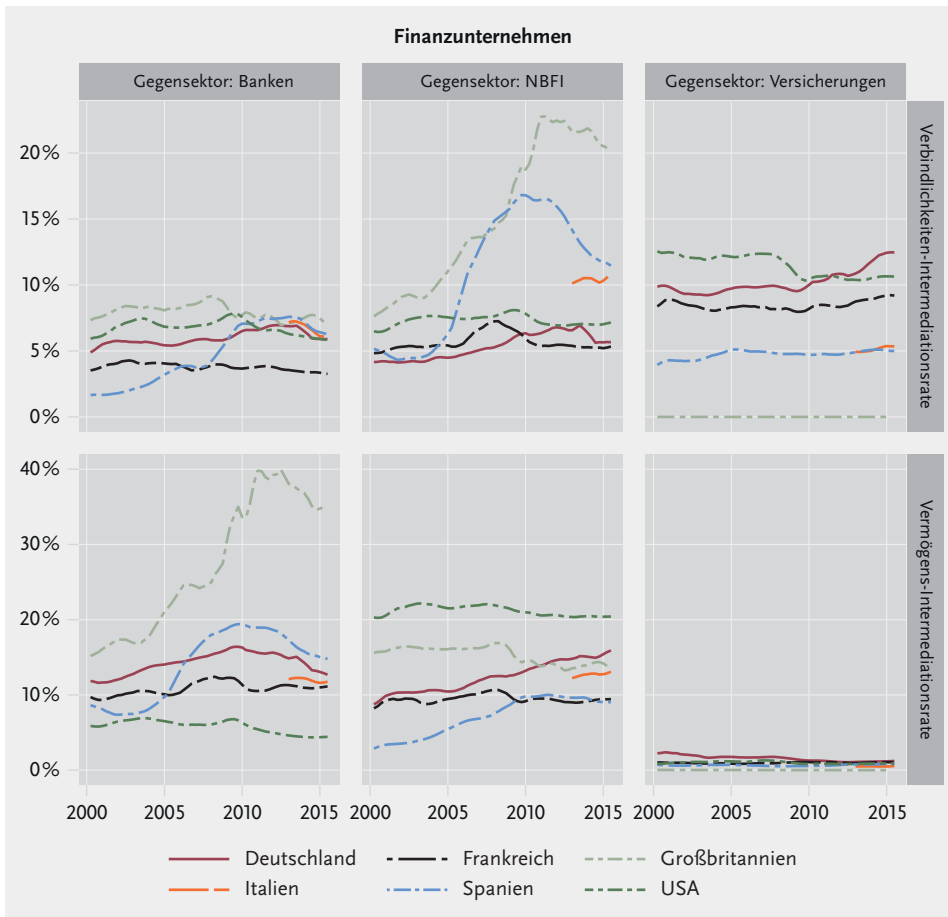


Abb. 5.5: Intermediationsketten des Finanzsektors⁴

Quelle: OECD-Daten. *Quarterly Tables 0720 nach der SNA 2008* (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R). Eigene Darstellung.

Die Vernetzung der Banken als traditioneller Akteur im Finanzsystem steigt bei beiden Intermediationsraten in den meisten Ländern moderat an, wobei sie in Bezug auf Deutschland einen Höhepunkt im Jahre 2010 erreicht. Ein Großteil sowohl der Finanzierung als auch der Anlage wird mittlerweile von NBFi übernommen, mit steigender Tendenz. Lediglich die dritte Gruppe der Akteure, die Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds, weisen konstant niedrige Intermediationsraten aus. Dieser Umstand deutet darauf hin, dass Versicherungen besonders als Anlagemöglichkeit der Finanzunternehmen unattraktiv sind. Hierbei gilt es zu beachten, dass

4 In der Abbildung scheint der britische Versicherungssektor nicht existent (beide Raten liegen konstant bei 0%), diese Erscheinung wird erklärt durch unterschiedliche Klassifizierungsmethoden. So werden in Großbritannien Versicherungen den NBFi zugerechnet.

aufgrund national unterschiedlicher Definitionen die Versicherungen in Großbritannien traditionell bei den NBFIs gelistet werden.

Durch die Verlängerung der Intermediationsketten und damit zusammenhängend die stärkere Vernetzung des Finanzsystems verändern sich die Risiken und Kosten im gesamten System. Aus der Transaktionskostentheorie des Nobelpreisträgers Ronald Coase (1937) wäre prinzipiell zu folgern, dass eine Zunahme an Intermediären die Kosten erhöht und somit das System ineffizienter wird. Insofern dürften die ursprünglichen Kapitalgeber und Kapitalnehmer keinen Anreiz haben, die Intermediationsketten zu verlängern. Dieser Ansatz wird von Diamond (1984) aufgegriffen und erweitert, indem er aufzeigt, dass unter bestimmten Bedingungen in einem optimalen System nur ein Intermediär zwischengeschaltet wird, der die Kapitalallokation vornimmt. Durch Synergieeffekte ist dieser in der Lage, seinen Service effizienter als alternative Arrangements anzubieten, sodass die Transaktionskosten im System gesenkt werden können.

Diese klassische „Make-or-Buy“-Entscheidung der Marktteilnehmer wird dahingehend aufgelöst, dass neue Dienstleister oder Produzenten (in diesem Fall die NBFIs) zusätzlich zu Banken zwischengeschaltet werden. Dies kann entweder der reinen Rentenabschöpfung dienen, oder die verschiedenen Intermediäre haben unterschiedliche komparative Vorteile im Intermediationsprozess entwickelt, die eine solche An-einanderkoppelung von Intermediären sinnvoll erscheinen lassen (Globe/Opp im Erscheinen). Empirische Befunde von Philippon und Reshef (2013) deuten jedoch darauf hin, dass die Rentenabschöpfung eine wesentliche Rolle spielt.

Um den Zusammenhang zwischen der Vernetzung des Finanzsystems und dem Systemrisiko bzw. der Systemstabilität zu untersuchen, haben Roukny, Battiston und Stiglitz (2015) ein Modell entwickelt, welches in der Lage ist zu zeigen, dass mit zunehmender Vernetzung die Unsicherheit im System steigt und das System damit instabiler zu werden scheint. Battiston u. a. (2012) untersuchten den Zusammenhang zwischen vermeintlich stattfindender Diversifikation des Kreditrisikos und der Stabilität des Systems; dabei stellten die Autoren der Studie fest, dass die Effekte der Vernetzung nicht eindeutig sind, sondern von verschiedenen anderen Faktoren wie dem Aufbau des Netzwerks und der Vielfältigkeit der einzelnen Marktakteure stark beeinflusst werden.

2.3.4 Verbriefungsraten

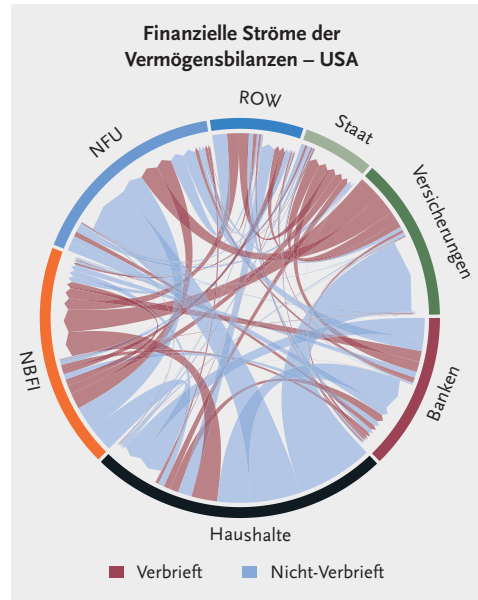
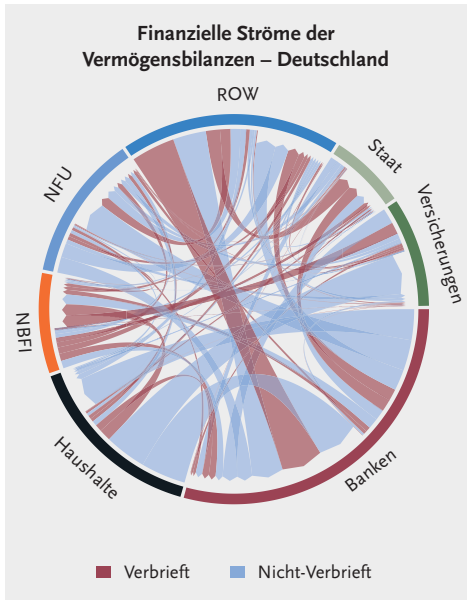


Abb. 5.6: Finanzströme der Vermögensbilanzen in Deutschland

Abb. 5.7: Finanzströme der Vermögensbilanzen in den USA

Quelle: OECD-Daten. Quarterly Tables 0720 nach der SNA 2008 (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R). Eigene Darstellung.

NFU: Nichtfinanzunternehmen

Unter Verbriefung versteht man die Umstrukturierung von Krediten oder ähnlichen Zahlungsströmen in handelbare Wertpapiere wie zum Beispiel Asset-Backed Securities (ABS), Mortgage-Backed Securities (MBS) oder Asset-Backed Commercial Papers (ABCP). Durch die Verbriefung werden die Kredite handelbar und das Risiko lässt sich in der Theorie breiter streuen, sie führt jedoch gleichzeitig zu einer Vernetzung des Systems und bringt kaum greifbare Komplexitäten in das Finanzsystem ein. So zeigt Brunnermeier (2009) die Verbindung dieser Wertpapiere mit der vergangenen Finanzkrise und analysiert ihre Rolle bei der Auslösung der anfänglichen Bankenkrise und der nachfolgenden Ausweitung der Krise auf die Realwirtschaft.

Den Verbriefungsprozess übernehmen meist Schattenbanken und deren Sondergesellschaften, so dienen die Verbriefungsraten als guter Indikator für die Größe und Bedeutung der NBF. Als Überblick kann Abbildung 5.6 dienen⁵, welche die finanziellen Ströme der Vermögensbilanzen in Deutschland im zweiten Quartal 2015 für die sieben Hauptsektoren nach verbrieften (rot) und nicht-verbrieften (blau) Strö-

5 Ausgehende Flüsse stellen die Vermögensseite, ankommende Flüsse die Verbindlichkeiten dar. Die Richtung der Flüsse wird durch die Pfeilstruktur angegeben.

men visualisiert. Die Grafik zeigt die Vernetzung und die Größen der verschiedenen Sektoren sowie die Art des finanziellen Flusses. In diesem Schaubild wird klar, wie groß der Unterschied zwischen Banken und NBFi ist. Während die Flüsse der Banken größtenteils nicht verbrieft sind, verwenden NBFi vorwiegend verbrieftete Produkte. Als Gegenstück zu Deutschland wird in Abbildung 5.7 die amerikanische Finanzwelt gezeigt. Der Unterschied zwischen den beiden Systemen wird vor allem beim Sektor „Haushalte“ und bei den Sektoren der Finanzakteure Banken und NBFi deutlich. Im Vergleich zu Deutschland weisen die USA ein deutlich größeres Netto-Finanzierungsdefizit der Haushalte aus. Interessant ist in den USA auch die Finanzierung der Haushalte durch Nichtfinanzunternehmen sowie NBFi, welche in Deutschland in diesem Rahmen nicht existiert. Die Finanzierung der Haushalte durch NBFi wird stark von verbrieften Produkten dominiert, welche historisch als ABS-, MBS- und ABCP-verbrieftete Kredite identifiziert wurden (Shin 2009). Die Bedeutung der Banken im amerikanischen Finanzsystem, gemessen an den Zahlungsströmen, wird von NBFi um ungefähr den Faktor 2 übertroffen. Dies verdeutlicht erneut den Unterschied zwischen kapitalmarktbasierten und bankbasierten Finanzsystemen. Um den Anteil der verbrieften Flüsse an allen Flüssen zwischen Sektoren zu analysieren, ist die Verbriefungsrate geeignet, welche mithilfe des OECD-Datensatzes berechnet werden kann. Die Ergebnisse für den Finanzsektor werden in Abbildung 5.8 präsentiert.

Ein starker Einbruch von verbrieften Produkten während der Finanzkrise ist bei der Verbriefungsrate zwischen allen Finanzmarktteilnehmern und den NBFi zu beobachten. Der Anteil der Finanzierung der Nichtfinanzunternehmen durch verbrieftete Produkte zeigt einen klaren Einbruch während der Finanzkrise, wegen des Kollapses des Bankensystems und der damit verbundenen Schattenbanken, jedoch steigt der Anteil von verbrieften Produkten in der Nachkrisenzeit auf neue Höhen an. Von dieser Entwicklung sind besonders die klassischen kapitalmarktbasierten Systeme in den USA und Großbritannien betroffen, aber auch Frankreich und Deutschland weisen seit der Krise steigende Tendenzen auf.

Der Unterschied zwischen den Verbriefungsraten der Banken und der NBFi zeigt, dass besonders die NBFi in dem Verbriefungsprozess eine zentrale Rolle spielen. Somit wurden die Verbriefungsraten der Banken nicht so stark durch den Zusammenbruch des Immobiliensektors betroffen. Die Nachkrisenzeit hat die Verbriefungsraten aber wieder in die Höhe getrieben, sodass das Vorkrisenniveau der Finanzierungsrate durch NBFi mittlerweile wieder erreicht und teils schon überschritten ist. Ausnahmen sind Deutschland und Frankreich, die eine stark abnehmende Tendenz aufweisen, allerdings ausgehend von einem sehr hohen Level. Gravierend ist der Unterschied zwischen den Banken und NBFi. Wie schon in Abbildung 5.5 gezeigt, sind die NBFi stärker mit der Verbriefung von Kapitalflüssen beschäftigt als Banken, was besonders ins Gewicht fällt, wenn die Messung relativ zu den gesamten Kapitalströmen erfolgt (wie es bei der Verbriefungsrate der Fall ist). Deutschlands hohe Niveaus bei der Finanzierungs-Verbriefungsrate (Verbindlichkeiten) und bei der Anlage-Verbriefungsrate (Vermögen) werden erklärt durch eine ge-

ringere Vernetzung der NBFi und Nichtfinanzunternehmen miteinander, wie schon in Abbildung 5.2 gezeigt wurde.

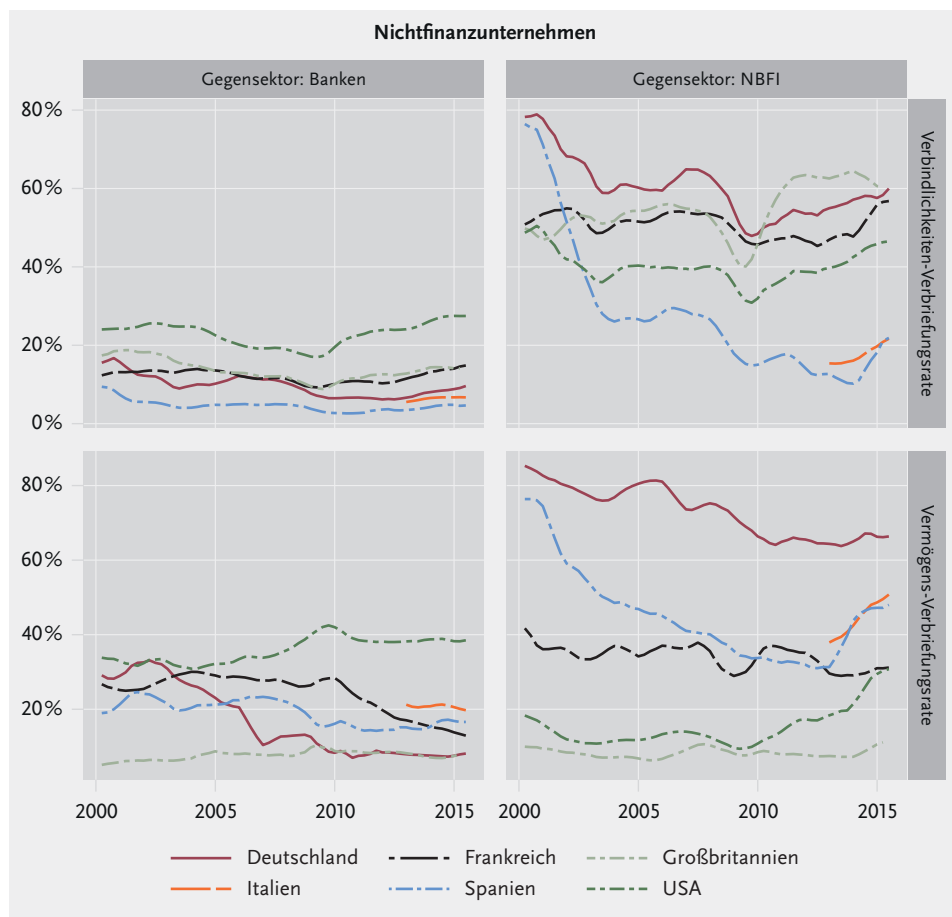


Abb. 5.8: Verbriefungsraten Nichtfinanzunternehmen

Quelle: OECD-Daten. Quarterly Tables 0720 nach der SNA 2008 (http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=QASA_TABLE720R). Eigene Darstellung.

3 Implikationen für die Gesamtfinanzsystemkonfiguration

3.1 Bedeutung des Finanzsektors für die Gesamtwirtschaft

In den letzten Jahren hat sich anknüpfend an die Diskussion zur Verlängerung der Intermediationsketten auch in der stärker makroökonomisch geprägten Finanzökonomie eine kontroverse Diskussion zu der Frage entfacht, ob nicht in vielen Industrieländern der Finanzsektor im Vergleich zur Realwirtschaft zu groß ist (siehe zum

Beispiel das „Symposium: The Growth of the Financial Sector“ und dessen Ergebnisse: Journal of Economic Perspectives 2013; Greenwood/Scharfstein 2013; Cochrane 2013; Kirilenko/Lo 2013; Philippon/Reshef 2013; Malkiel 2013). Dahinter steckt die Vermutung, dass es eventuell kein Zeichen von Effizienz ist, wenn eine Dienstleistungsbranche wie der Finanzsektor, dessen hauptsächliche Funktion die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen jeglicher Art ist, die mit dem Transfer von finanziellen Ressourcen verbunden sind, einen beachtlichen Teil der Wertschöpfung eines Landes erbringt. Denn letztendlich ist die Wertschöpfung des Finanzsektors, gemessen als die Gesamtkompensation der Finanzindustrie für die Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital (Unternehmensgewinne, Löhne, Gehälter, Boni), eine Einkommensquelle („rent“), welche vom Finanzsektor für eine Intermediationsleistung mit allen damit zusammenhängenden Facetten und Funktionen entsprechend der Klassifikation von Merton (1995), die oben bereits vorgestellt wurde, generiert wird.

Eine zentrale Rolle unter diesen verschiedenen Funktionen spielt, wie schon in Abschnitt 1 dargelegt wurde, die Informationsfunktion. Insbesondere für kapitalmarktorientierte Finanzsysteme wurde dort argumentiert, dass die Informationsfunktion der Preise die Effektivität dieser Finanzsystemstruktur widerspiegelt. Diesbezüglich fanden Bai, Philippon und Savov (im Erscheinen) mittels einer sehr ausgeklügelten Methodik heraus, dass seit den 1960er Jahren in den USA die mittel- bis langfristige, aber nicht unbedingt die kurzfristige Informationseffizienz von Kapitalmarktpreisen stetig zugenommen hat. Das kapitalmarktorientierte amerikanische Finanzsystem hat in der Hinsicht an Effizienz gewonnen, dass Informationen, die entsprechend der Idee von Friedrich Hayek (1945) in die Zukunft gerichtet sind (prospektive Informationsproduktion), stärker in Preisen reflektiert werden. Es handelt sich hier also nicht um eine schnellere Offenlegung von retrospektiven Informationen, die in der Hauptsache nur Verteilungseffekte produziert und unter Einbezug der Informationsproduktionskosten eher negativ gesehen wird (Bond/Edmans/Goldstein 2011), sondern, so die Interpretation, das kapitalmarktorientierte Finanzsystem der USA produziert neue, in die Zukunft gerichtete Informationen, die die Kapitalallokation verbessern.

Nun hat jedoch gerade in bankorientierten Finanzsystemen ein solcher auf die Kapitalmarkteffizienz gerichteter Indikator nur eine begrenzte Aussagekraft. Er sollte ergänzt werden um Indikatoren, die (1) die Rentenaneignung des finanziellen Sektors, (2) das Ausmaß, in dem der Finanzsektor fähige Arbeitskräfte auf Kosten anderer Sektoren attrahiert, und (3) die „Stückkosten“ einer Einheit Finanzintermediation im Zeitablauf messen. Philippon (2015) hat sich des letzteren Aspekts angenommen. Wiederum für die USA konnte er auf Grundlage von erhobenen Bestands- und Stromgrößen für die durch den Intermediationsprozess erfassten Assets (also das Eigenkapital der Unternehmen, Finanzverbindlichkeiten der privaten Haushalte, Unternehmensfremdkapital und Liquidität) das Ausmaß an Intermediationsleistung messen. Auf Basis einer Studie mit Daten von 1870 bis 2012 konnte er zeigen, dass die gesamte Intermediationsleistung des Finanzsektors konstante Skalenerträge und damit auch konstante Stückkosten über diesen langen Zeitraum aufgewiesen hat.

Immer dann, wenn der Anteil des volkswirtschaftlichen Einkommens, der in den Finanzsektor fließt, sehr hoch ist, wie beispielsweise in den 1920er Jahren und seit 1980, ist auch die Quantität an intermediären Assets sehr hoch und umgekehrt. Ein großer Finanzsektor geht also *nicht* mit geringeren Stückkosten einher.

Leider ist die Datenbasis in Europa und auch in Deutschland nicht gut genug, um eine ähnlich angelegte Untersuchung durchführen zu können. Aber die Teilaspekte (1) und (2) konnten die Autoren des vorliegenden Kapitels auf Basis von Daten der EU-KLEMS-Datenbank analysieren.⁶ So zeigt Abbildung 5.9 die Wertschöpfung des Finanzsektors in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) für verschiedene Länder im Zeitraum von 1990 bis 2010. Man erkennt, dass in den USA, aber auch in Großbritannien die Wertschöpfung in Relation zum BIP im Vergleich zu den (anderen) europäischen Ländern relativ hoch ist (ähnlich auch Philippon/Reshef 2013). Rund 8 % des Volkseinkommens fließen in den erstgenannten Ländern im Durchschnitt ab 2005 in den Finanzsektor. In fast allen Ländern der Stichprobe war in den Jahren 2007/2008 ein – jedoch nur kurzfristiger – Einbruch in der Wertschöpfung des Finanzsektors zu verzeichnen. Die Ausnahmen bilden Großbritannien und Spanien. Die spanische Besonderheit ist der Einbruch in der Kreditaktivität im Jahr 2009/2010, der sich dann verspätet in der Wertschöpfung des Finanzsektors reflektiert. In Deutschland scheint der Finanzsektor gemessen an der Wertschöpfung nicht aufgebläht zu sein.

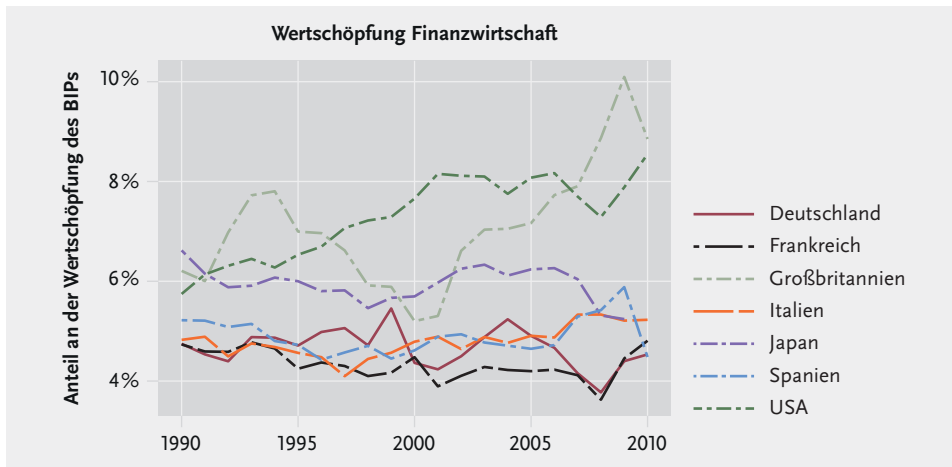
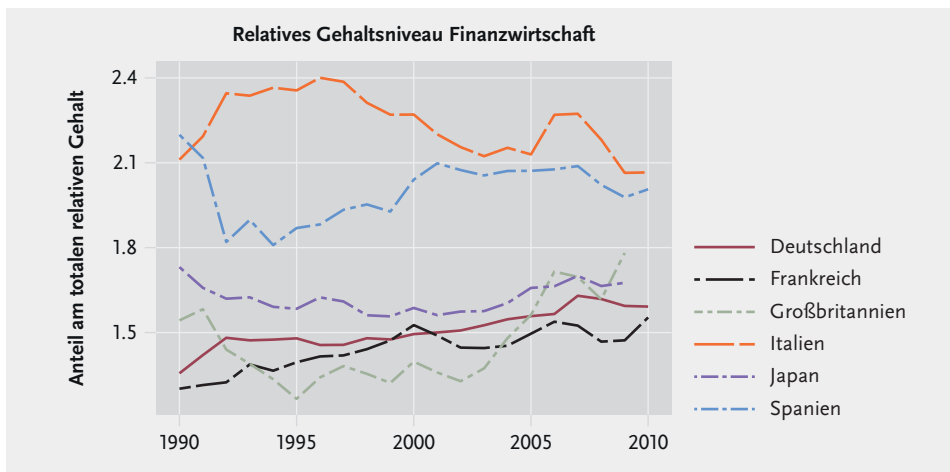


Abb. 5.9: Wertschöpfung Finanzwirtschaft

Quelle: EU-KLEMS (<http://www.euklems.net/>). Eigene Berechnung und eigene Darstellung.

⁶ EU KLEMS ist ein von der EU gefördertes empirisches Forschungsprojekt, welches Maßzahlen für Wirtschaftswachstum, Produktivität, Schaffung von Arbeitsplätzen, Kapitalbildung und technologische Veränderungen auf der Ebene der verschiedenen Wirtschaftszweige für fast alle Mitgliedstaaten der Europäischen Union sowie die USA in einem konsistenten Rahmen erfasst und bereitstellt (www.euklems.net).

In Abbildung 5.10 ist das aggregierte durchschnittliche Gehaltsniveau pro Kopf der im Finanzsektor Beschäftigten in Relation zu dem durchschnittlich in der Gesamtökonomie gezahlten Gehalt wiedergegeben. Da der Bildungsgrad der im Finanzsektor beschäftigten Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer auch in Industrieländern typischerweise höher ist als der durchschnittliche Bildungsgrad der Bevölkerung, ist diese Relation der Gehaltsniveaus regelmäßig größer als eins. Interessanter sind jedoch die Niveauunterschiede zwischen den einzelnen Ländern und die Entwicklung im Zeitablauf. Hier zeigt sich ein weit höheres relatives Gehaltsniveau in Italien und Spanien, das gerade in Spanien während der dort vorherrschenden rasanten wirtschaftlichen Entwicklung ab dem Jahre 1993 nicht ab-, sondern zunimmt. Trotz starken Anstiegs des Pro-Kopf-Bruttosozialprodukts haben sich dort die Gehaltsunterschiede nicht nivelliert, ein Indikator für zunehmende Rentenabschöpfung des Finanzsektors. In Deutschland konnte der Finanzsektor stetig einen leichten relativen Gehaltsanstieg im Zeitraum bis 2007 verzeichnen, der dann etwas abgebaut wurde. Das Niveau der Gehaltsrelationen blieb jedoch stets weit unterhalb von Spanien und Italien. Auch in Bezug auf diese Größe lässt sich somit kein in Relation zu anderen Ländern aufgeblähter Finanzsektor in Deutschland erkennen. Weiterhin lassen sich in fast allen Ländern nur geringe relative durchschnittliche Gehaltseinbußen für die im Finanzsektor Beschäftigten infolge der 2007/2008-Krise nachweisen.



Ab. 5.10: Relatives Gehaltsniveau Finanzwirtschaft

Quelle: EU-KLEMS (<http://www.euklems.net/>). Eigene Berechnung und eigene Darstellung.

Es könnte nun sein, dass die Gehaltsunterschiede insbesondere dadurch getrieben sind, dass hoch ausgebildeten Arbeitskräften im Finanzsektor wesentlich mehr gezahlt wird als in anderen Wirtschaftssektoren und dies eine Tendenz ist, die in den Jahren vor der Finanzkrise zugenommen hat. Dies wäre dann ein Indikator, dass der

Finanzsektor aufgrund der besseren Einkommensmöglichkeiten gerade für gut ausgebildete Arbeitskräfte eventuell zu einer Fehlallokation von Beschäftigten zulasten der Realwirtschaft beitragen könnte, eine These, die von einer beträchtlichen Zahl von Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftlern unterschiedlicher Fachdisziplinen, von Teilen der Politik, der Wirtschaft und der Sozialpartner vertreten wird. Abbildung 5.11 zeigt die Entwicklung der relativen Gehaltsunterschiede von Fachkräften in der Finanzwirtschaft im Zeitraum 2002 bis 2009. Für Deutschland erkennt man keine wesentliche Erhöhung der Gehaltsrelationen, und es gibt keine Hinweise auf ein wesentlich höheres Gehaltsniveau im Finanzsektor. In den restlichen europäischen Ländern sieht dies jedoch anders aus. Der Finanzsektor zahlt wesentlich mehr, und zumindest in Spanien und noch ausgeprägter in Italien lässt sich ein deutlicher Anstieg der Gehaltsunterschiede feststellen.

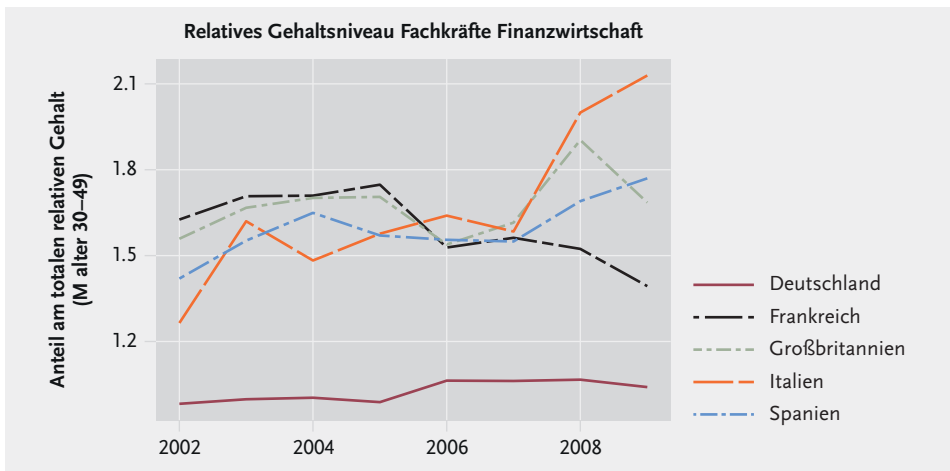


Abb. 5.11: Relatives Gehaltsniveau Fachkräfte Finanzwirtschaft

Quelle: EU-KLEMS (<http://www.euklems.net/>). Eigene Berechnung und eigene Darstellung.

In der Literatur werden insbesondere vier Faktoren diskutiert, die zu höheren Gehaltsunterschieden beigetragen haben könnten: Globalisierung, zunehmende Vermögensungleichheit, Deregulierung des Finanzsektors und hohe Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnologie, die einen komplementären Bedarf an hoch ausgebildeten Arbeitskräften verschiedener Fachdisziplinen zur Folge hätten. In der Europäischen Union haben Regulierungs- und Globalisierungseffekte aufgrund des einheitlichen Rahmens in den verschiedenen Ländern tendenziell gleichzeitig eingesetzt, was zunächst der unterschiedlichen Entwicklung der Gehaltsunterschiede widerspricht. Zudem haben zunehmende Einkommens- und Vermögensungleichheit typischerweise eher langfristige Effekte (Philippon/Reshef 2013). Daher haben wir die Höhe der Investitionen in Informations- und Kommunikationstechnologie (ICT) in der Finanzwirtschaft in Relation zu den Gesamtinvestiti-

onen in ICT berechnet (Abbildung 5.12) um festzustellen, ob gerade im Finanzsektor hoch ausgebildete Fachkräfte gebraucht wurden. Es zeigt sich, dass Spanien und auch Italien in den letzten Jahren massiv in ICT investiert haben, was auf einen Zusammenhang zwischen ICT und Gehaltsunterschieden hindeutet. Eine solche Korrelation findet sich auch in anderen Untersuchungen zu Gehaltsunterschieden im Finanzsektor (Boustanifar/Grant/Reshef 2014; Philippon/Reshef 2013).

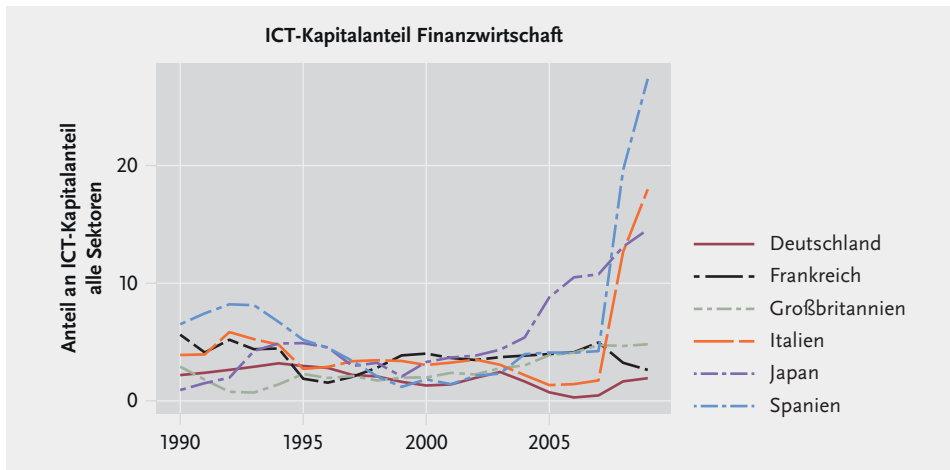


Abb. 5.12: ICT-Kapitalanteil Finanzwirtschaft

Quelle: EU-KLEMS (<http://www.euklems.net/>). Eigene Berechnung und eigene Darstellung.

Der Anteil des Volkseinkommens, der zur Kompensation der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital in den Finanzsektor fließt, ist in allen betrachteten Ländern erheblich gewachsen und hat zudem in einigen Ländern in den Jahren vor der Krise stark zugenommen. Es hat auch nicht den Anschein, als hätte die Finanzkrise zumindest bis zum Jahr 2010 in dieser Hinsicht einen großen Einfluss gehabt. In Deutschland ist im Vergleich zu den anderen Ländern die Rentenabschöpfung des Finanzsektors nicht besonders ausgeprägt. Sowohl die Daten zu den Gehaltsstrukturen als auch zur ICT deuten nicht darauf hin, dass der Finanzsektor insgesamt in den letzten Jahren fundamentale Änderungen erfahren hat.

3.2 Globale Kapitalströme, Vernetzung und Krisen

Auf globaler Ebene lassen sich massive Veränderungen nachweisen: Intermediationsketten haben sich verlängert, es gab einen klaren Bedeutungszuwachs bestimmter Nichtbankfinanzintermediäre und institutioneller Investoren, und die Bruttokapitalströme zwischen den und innerhalb der verschiedenen Wirtschaftsräume haben massiv zugenommen. Dies alles hat zu einer größeren Vernetzung geführt und damit die Anfälligkeit gegenüber Finanzkrisen in vielen Ländern und Regionen erhöht. Die Zeit seit 2007/2008 hat zwar eine Restrukturierung der Kapitalströme,

der maßgeblichen Akteure im internationalen Finanzsystem und der Risikostrukturen zur Folge gehabt, aber nicht unbedingt die Risiken reduziert. Am besten kann man dies auf der Grundlage von Daten und Informationen darlegen, die von der Bank für internationale Zusammenarbeit (BIS) und dem Internationalen Währungsfonds (IMF) bereitgestellt werden. Es sollen hier im Folgenden nur kurz die wichtigsten Ergebnisse der vielfältigen Analysen dargestellt werden (ausführlich Tyrell/Zimmermann 2016).

Die Zunahme der Kapitalströme zwischen verschiedenen Währungsräumen ist eine Entwicklungstendenz, die zeitlich insbesondere nach der Jahrtausendwende massiv eingesetzt hat. Nettokapitalströme werden in Referenz zu der Differenz zwischen der volkswirtschaftlichen Ersparnis und den Investitionen definiert, wobei die Analyseinheit der jeweilige Wirtschaftsraum ist, auf den sich das Bruttoinlandsprodukt bezieht. Insofern wird üblicherweise bei Betrachtung des internationalen Kapitalverkehrs der Saldo aus Kapitalausfuhren und Kapitaleinfuhren betrachtet. Um jedoch Risiken für die Finanzstabilität eines Landes oder Währungsraums zu betrachten, ist es notwendig, die absolute Höhe von grenzüberschreitenden finanziellen Verbindlichkeiten und Forderungen in ihrer Struktur zu untersuchen (Avdjiev/McCauley/Shin 2015). Dies kann nur durch eine Analyse von Bruttokapitalströmen geschehen: „... gross flows matter, not just net flows“ (Avdjiev/McCauley/Shin 2015: 4). Um dies an einem Beispiel zu begründen: In den Jahren zwischen 2002 und 2007, also in

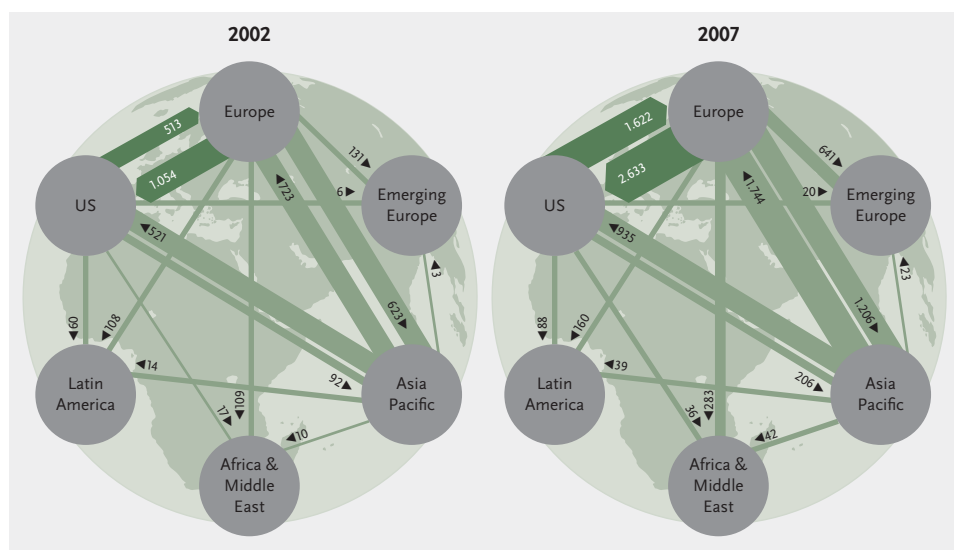


Abb. 5.13: Grenzüberschreitende Bankenforderungen

1 The thickness of the arrows indicates the size of the outstanding stock of claims. The direction of the arrows indicates the direction of the claims: arrows directed from region A to region B indicate lending from banks located in region A to borrowers located in region B.

Quelle: Avdjiev/McCauley/Shin 2015: 13

der Zeit vor der Finanzkrise, haben vor allem international tätige europäische Banken ihre Geschäftstätigkeit ausgebaut, indem sie Dollar-Kredite aufgenommen und gleichzeitig Dollar-Kapitaleinlagen getätigt haben (siehe Abbildung 5.13).

Sie haben in beträchtlichem Maße bei amerikanischen Geldmarktfonds eigene kurzfristige Wertpapiere platziert und diese Mittel dann beispielsweise in höher verzinsliche langfristige amerikanische Hypothekenanleihen investiert oder auch in Schwellenländer als Dollar-Kredit weitergeleitet. An der Zinsmarge haben sie gutes Geld verdient, der Nettokapitalstrom war gleich Null. Als die ersten Hypothekenanleihen ausfielen, wurden die Geldmarktfonds vorsichtig und verweigerten die Platzierung neuer Geldmarktpapiere dieser Emittenten im Austausch für die auslaufenden Wertpapiere. Die europäischen Banken hatten ein massives Refinanzierungsproblem, welches typischerweise dann in hohe Verluste, massive Krediteinschränkungen auf den jeweiligen Heimatmärkten und darauf folgende Interventionen der jeweiligen Regierungen zur Stützung ihres Bankensystems mündete. Das Bonitäts- und Liquiditätsrisiko dieser Transaktionen hat maßgeblich dazu beigetragen, dass die Finanzkrise globale Ausmaße annahm und die Realwirtschaft so stark in Mitleidenschaft gezogen hat. Nur eine Betrachtung von Bruttokapitalströmen und die Analyse internationaler Kreditaufnahmen hätten auf diese Risiken frühzeitig aufmerksam gemacht.

Das Volumen der Bruttokapitalströme war nach der Finanzkrise nur leicht rückläufig. Aber die Struktur hat sich verändert. Inzwischen haben sich viele Unternehmen aus Schwellenländern massiv in Dollarkrediten verschuldet. An die Stelle von Banken sind NBFI wie große Fondsgesellschaften und Versicherer aus den Industrieländern (Europa und USA) getreten, die auf der Suche nach rentierlichen Anlagen in der Niedrigzinsphase bereitwillig in diese Dollarkredite investiert haben. In den nationalen Kapitalverkehrsstatistiken der Schwellenländer tauchen aber diese Transaktionen dann nicht auf, wenn diese Dollarkredite der Unternehmen aus den Schwellenländern durch Platzierung von Anleihen über Tochtergesellschaften, die in den internationalen Finanzzentren wie London ansässig sind, aufgenommen wurden. Genau das ist jedoch in beträchtlichem Maße geschehen, wie aus Zahlen der BIS deutlich wird.

Diese Struktur birgt ebenfalls das Potenzial für globale Finanzkrisen in sich, wie Hyun Shin, Chefökonom der BIS, überzeugend darlegt (Shin 2014). Erstens ist die Aufnahme von Dollarkrediten durch Unternehmen aus Schwellenländern problematisch, denn die Erlöse aus deren laufender Geschäftstätigkeit fallen üblicherweise in der Heimatwährung an. Die Unternehmen werden nämlich Schwierigkeiten mit der Rückzahlung bekommen, wenn der Dollar gegenüber ihrer Heimatwährung stark aufwertet. Dass dieses Potenzial groß ist, zeigt die Reaktion der Märkte auf die Erwartung, dass die Federal Reserve, also die US-Notenbank, ihre Geldpolitik leicht straffen würde, übrigens eine Situation, die in den letzten drei Jahren schon mehrmals kurz von den Finanzmärkten durchgespielt und dann immer wieder verworfen wurde. Als Erstes fangen dann große institutionelle Anleger an, ihre Anleihen von

Schwellenländern auf dem Sekundärmarkt zu verkaufen. Da diese institutionellen Investoren aus wohlverstandenen Gründen oft gleichgerichtet handeln, führt dies zu einem Herdentrieb. Immer mehr Investoren schichten massiv ihre Anlagen um, verkaufen also Anleihen, um mit dem Erlös Anleihen in den USA zu erwerben. Die Renditekurve in den Schwellenländern wird steiler, was die langfristige Finanzierung von Unternehmen und Staaten verteuert. Die Wertpapiermärkte in den Schwellenländern brechen ein, ihre Währungen am Devisenmarkt werten ab. Dies setzt aber die Unternehmen, die Dollaranleihen aufgenommen haben, noch weiter unter Druck. Die Zins- und ggfs. Tilgungszahlungen auf die Dollarkredite werden immer teurer, da sie ja in der aufgewerteten Währung erfolgen müssen. Die Unternehmen fahren ihre Investitionstätigkeit zurück, was die wirtschaftliche Aktivität in den Schwellenländern weiter beeinträchtigt. Das Wirtschaftswachstum wird rückläufig, finanziell in Not geratene Unternehmen reduzieren ihre Liquidität, und auch ihre Kredite im heimischen Bankensystem weisen nun eine höhere Ausfallgefährdung auf. Dies setzt die inländischen Banken in den Schwellenländern unter Druck. Es droht eine sogenannte „twin crisis“, eine Finanz- und Währungskrise, die den Teufelskreis ein weiteres Mal in Gang setzt.

Ein solches Krisenszenario bleibt aber nicht auf die betroffenen Schwellenländer beschränkt. Die Rückwirkungen über das internationale Banken- und Finanzsystem werden rasch auch in den Industrieländern zu spüren sein, denn sowohl die realwirtschaftliche als auch die finanzielle Verflechtung mit den Schwellenländern ist inzwischen sehr groß. Spill-over-Effekte könnten gerade die Finanzsysteme in Europa stark treffen, die aufgrund der Euro-Krise und der damit einhergehenden Zentralbankpolitik ohnehin geschwächt sind. Die Veränderung der internationalen Kapitalströme und die Strukturveränderungen im internationalen Kapitalverkehr haben zwar einen Wandel der Risikolandschaft herbeigeführt, aber die Risiken aus der internationalen Kapitalmarktverflechtung sind nicht geringer geworden. Dies spiegelt sich auch in den neuesten Veröffentlichungen des Internationalen Währungsfonds wider. Im *World Economic Outlook* weist der Internationale Währungsfonds darauf hin, dass die Kapitalströme in die Schwellenländer hinein sich in jüngster Zeit flächendeckend abgeschwächt und einige Länder wie Brasilien, China und Russland starke Nettokapitalabflüsse zu verzeichnen haben. Es wird auch darauf hingewiesen, dass die Schwellenländer, die sich nicht so stark in Auslandswährung verschuldet haben – sei es der Staat selbst oder die finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen des betreffenden Landes –, die realwirtschaftlichen Folgen des Kapitalabflusses besser verkraften (IMF 2016b). Im *Global Financial Stability Report* untersuchen Forscher des IMF (2016a), inwieweit die zunehmende Integration der Schwellenländer in die globale Wirtschaft und das internationale Finanzsystem zu einer veränderten Risikostruktur geführt hat. Sie fanden heraus, dass die Ansteckungseffekte für Industrieländer (Europa, USA und Japan), die aus makroökonomischen Schocks in Schwellenländern resultieren, in den letzten beiden Jahrzehnten stark zugenommen haben. Diese Spillover-Effekte werden zudem in der Hauptsache nicht von Handelsverflechtungen getragen, sondern durch Finanzkanäle. Und auch die zunehmende

Bedeutung von Versicherungsunternehmen als Finanzinstitut für die gesamte Finanzstabilität, gerade auch in den europäischen Ländern, wird im *Global Financial Stability Report* thematisiert. Es wird aufgezeigt, dass die stärker gewordene Integration von Versicherungsunternehmen in die Intermediations- und Verbriefungsstrukturen diese systemisch relevanter gemacht hat. Ihr Beitrag zur Finanzsystemfragilität hat stark zugenommen, auch wenn er immer noch wesentlich geringer ist als der Beitrag der Banken. Es kann nicht mehr erwartet werden, dass Versicherungen auch dann noch ihre Rolle als Finanzintermediär erfüllen können, wenn andere Teile des Finanzsystems, also Banken und bestimmte Finanzmärkte, dies nicht mehr können. Versicherungsunternehmen sind, auch aufgrund des herrschenden geldpolitischen Umfelds, kein sicherer Hafen mehr. Dies mag auch einer der Gründe sein, warum einer der bekanntesten und größten institutionellen Anleger der Welt, Berkshire Hathaway von Warren Buffett, seine Eigentumsbestände an Versicherungsunternehmen in jüngerer Zeit massiv abgebaut hat. Sie liefern Berkshire Hathaway womöglich nicht mehr die sichere Liquidität, die zur langfristigen Finanzierung seiner sonstigen Portefeuille-Investitionen benötigt wird.

4 Finanzstrukturdynamik und soziale Teilhabe

Welchen Einfluss haben die Veränderungen der Finanzstruktur auf die soziale Teilhabe? Die Entwicklungsdynamik des deutschen Finanzsystems, so wie sie hier in diesem Kapitel herausgearbeitet wurde, zeigt deutlich, dass die Banken in der Systemkonfiguration weiterhin eine wichtige Rolle spielen, aber nicht mehr das mehr oder weniger alles dominierende Finanzsystemelement sind. Diese Entwicklung, die sich schon in den 1980er Jahren angedeutet hat, hat sich beschleunigt. NBFI und Versicherungen sind zu einem wichtigen, von den Banken unabhängigen Finanzsystemelement geworden, Markt- und Banktransaktionen greifen immer stärker ineinander, sodass man inzwischen von einer komplementären Beziehung zwischen Finanzmärkten und Banken ausgehen kann (Boot/Thakor 2014), und die Risikostrukturen und damit die Risikoverteilung zwischen den verschiedenen Anspruchsberechtigten (Haushalte, Unternehmen, Staat, Ausland, Finanzinstitutionen) verändern sich mit der Finanzsystemkonfiguration. Eine der treibenden Kräfte dieser Entwicklung, wenn nicht sogar die entscheidende, sind die Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie, die insbesondere die Finanz- und Kapitalmärkte vertieft und verbreitert haben und die auf die Geschäftsmodelle der (international tätigen) großen Banken Einfluss hatten. Diese Entwicklung hat die Vernetzung von Banken und Kapitalmärkten gestärkt (Boot 2016). Die Fortschritte in der ICT könnten aus einer theoretischen Sichtweise aber auch dazu geführt haben, dass die von Hackethal, Schmidt und Tyrell (2006) u. a. herausgearbeiteten Komplementaritätseigenschaften, die die Funktionsbedingungen von Finanzsystemen bis in die 1990er geprägt haben, heutzutage nicht mehr so gegeben sind.

Zudem haben die Finanzkrise 2007/2008 und ihre Folgen einen starken Einfluss auf das Verhalten bestimmter Akteure und Strukturen des Finanzsystems gehabt. Gerade auch Veränderungen in der Regulierung des Bankensektors haben dazu geführt, dass bestimmte Geschäftsaktivitäten ausgelagert wurden und es eine Bedeutungsverschiebung hin zu anderen Finanzsektorakteuren (NBFI, Versicherungen) gab.

Diese Entwicklungslinien haben im deutschen System tiefe Spuren hinterlassen. So konnte herausgearbeitet werden, dass sich der Unternehmenssektor in einem längeren Trend, beginnend um die Jahrtausendwende, aber verstärkt durch die Ereignisse der Finanzkrise, zunehmend von den Banken unabhängig gemacht hat. Die Innenfinanzierung hat zugenommen, Eigenkapitalquoten wurden über alle Unternehmensgrößen hinweg, aber vor allem von KMU massiv gestärkt. Damit wurde die Abhängigkeit von Banken reduziert. Und dies geschah, obwohl die typischen Hausbanken der KMU, die lokalen und regionalen Sparkassen und Genossenschaftsbanken, im Unterschied zu den Großbanken in der Krise ihre Kreditbereitstellung, gerade im Unterschied zu anderen europäischen Ländern, doch auf relativ hohem Niveau aufrechterhalten haben.⁷

Dass aber Teilhabemöglichkeiten gerade auch in Finanzsystemen, die von engen Hausbankenbeziehungen gekennzeichnet sind, hoch gefährdet sein können, wird deutlich, wenn man die Ergebnisse einer gerade veröffentlichten Studie heranzieht, die Kreditvergabe- und Arbeitgeber-/Arbeitnehmerdaten zusammenführt. Hochfellner u. a. (2015) haben untersucht, welchen Einfluss die riskante Anlagepolitik bestimmter Landesbanken in sogenannte „mortgage-backed securities“ im Vorfeld der Krise auf das Kreditvergabeverhalten lokaler und regionaler Sparkassen und auf die mit diesen Sparkassen in Kreditbeziehungen stehenden Unternehmen hatten. Sie fanden heraus, dass lokale und regionale Sparkassen, die aus den Regionen/Ländern stammen, deren Landesbanken in der Finanzkrise in massive Schwierigkeiten gerieten, ein um 20 % geringeres Kreditwachstum an den Tag legten als die Sparkassen, deren Landesbanken kaum von der Finanzkrise beeinflusst waren. Sparkassen haben also ihre Kreditvergabe reduziert, um drohende Verluste aus den Aktivitäten ihrer Landesbanken abfedern zu können. Aber was noch wichtiger ist, die Autoren konnten die Kreditvergabedaten individuell mit Unternehmens- und Beschäftigten-daten aus dem Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) zusammenführen, um herauszuarbeiten, welchen Effekt das veränderte Kreditvergabeverhalten auf die betreffenden Unternehmen und deren Beschäftigte hatte. Sie fanden heraus, dass die von diesem negativen Kreditvergabeschock betroffenen Unternehmen sehr viel rigider gegenüber ihren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern reagierten. Unternehmen konnten die fehlenden Kredite kaum substituieren, was ihre wirtschaftli-

7 Dass im deutschen Finanzsystem gerade Sparkassen eine Kreditvergabepolitik an den Tag legen, die vom Konjunkturzyklus relativ unabhängig ist, und damit zu einer Verstetigung des Kreditangebots beitragen, ist auch von Behr, Foos und Norden (2015) gezeigt worden. Hakenes u. a. (2015) weisen zudem nach, dass regional tätige Sparkassen gerade in wirtschaftlich schwächeren Regionen einen positiven Einfluss auf das regionale Wirtschaftswachstum haben.

chen Möglichkeiten massiv negativ beeinflusste. Die Nettoeinstellungsquote war 24 % geringer als in vergleichbaren Unternehmen aus anderen Regionen. Das Wirtschaftswachstum der entsprechend betroffenen Regionen war über den Zeitraum von vier Jahren, nach dem Beginn der Finanzkrise (2007) gerechnet, um jährlich 0,6 % geringer, die Arbeitslosenquote um 1,4 % höher. Die Arbeitnehmer bzw. Arbeitnehmerinnen, die bei den betroffenen Unternehmen die Lasten tragen mussten, waren insbesondere gering qualifizierte, wenig flexibel einsetzbare Arbeitskräfte, zudem überdurchschnittlich häufig Frauen und Arbeitskräfte mit Zeitverträgen sowie Auszubildende. Weiterhin war die Dauer der Arbeitslosigkeit von freigesetzten Arbeitskräften im Schnitt signifikant länger. Über die gesamte Belegschaft der betroffenen Unternehmen gerechnet, hat diese im Durchschnitt aufgrund der vorgenannten Effekte Einkommenseinbußen von 1500 bis 2400 Euro zu verzeichnen. Und dies betraf in der Hauptsache die einkommensschwachen Haushalte, deren Teilhabemöglichkeiten ohnehin schon sehr eingeschränkt sind.

Dass sich auch aufgrund dieser Erfahrungen die Unternehmen zunehmend von Banken und den mit ihnen verbundenen Finanzrisiken unabhängig machen, bedeutet auch, dass Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen, deren Teilhabemöglichkeiten stark mit dem Schicksal der jeweiligen Unternehmung verbunden sind, zumindest in dieser Hinsicht von den Finanzsystemrisiken unabhängiger werden.

Aber hier müssen Rückkopplungseffekte beachtet werden. Banken haben auf die nachlassende Kreditnachfrage aus dem Unternehmenssektor reagiert, indem sie stärker in die Immobilienfinanzierung umgeschichtet haben, wie in diesem Kapitel gezeigt wurde. In Verbindung mit der Niedrigzinspolitik der EZB führt dies dazu, dass neuerdings auch einkommensschwächere Haushalte, deren Kreditwürdigkeit in früheren Zeiten mit den damals herrschenden Zinsbedingungen eher anzuzweifeln gewesen wäre, Immobilien erwerben. Auch wenn die Eigenkapitalunterlegung dieser Kredite noch nicht amerikanische Verhältnisse erreicht hat und zudem viele von ihnen lange Zinsbindungsfristen aufweisen, bedeuten diese Kredite ein hohes Risiko, da sie häufig mit geringen Tilgungsraten (und damit langen Fristen) einhergehen und oft Haushalte betreffen, die in einer konjunkturellen Schwächephase zuvörderst in Bezug auf Einkommensausfälle betroffen wären.

Die Strukturveränderung in der Kreditvergabe speist zudem die Entstehung einer Immobilienblase, vor der neuerdings auch die Deutsche Bundesbank warnt (Dombret 2016). Falls eine solche Blasenbildung tatsächlich eintreten sollte, würde das Platzen einer solchen Blase auf jeden Fall als Erstes die eher einkommensschwachen Haushalte treffen, die mit relativ wenig Eigenkapital und geringer Tilgung Immobilien erworben haben, die häufig keinen hohen Qualitätsansprüchen genügen. Und da zudem das Platzen einer durch Immobilienkredite gespeisten Blase nach aller historischen Erfahrung mit einer Finanzkrise und einer tiefen, häufig lang anhaltenden gesamtwirtschaftlichen Rezession einhergeht (Jordá/Schularick/Taylor 2014), liegen in Bezug auf diese Haushaltsschicht korrelierte Risiken vor, die bei Eintritt die soziale Teilhabe der betreffenden Haushalte massiv beeinträchtigen würden.

Die Niedrigzinspolitik und die Strukturveränderungen im Finanzsektor haben zudem noch weitere Auswirkungen, von denen zwei hier noch kurz erwähnt werden: Erstens wurde herausgearbeitet, dass von der Geldpolitik bisher vor allem diejenigen Privathaushalte profitiert haben, die schon in der Vergangenheit Finanzvermögen in Form von Aktien, Anleihen und/oder Immobilien hatten, da in Bezug auf diese Vermögenswerte in den letzten Jahren ein starker Anstieg der Preise zu verzeichnen war. Dies sind, wie alle Untersuchungen zu Einkommen und Vermögen in Deutschland zeigen, die einkommens- und vermögensstarken Haushalte. Es lassen sich somit auch auf dieser Grundlage negative Verteilungswirkungen nachweisen, die die Teilhabe beeinträchtigen. Zweitens führen die Strukturveränderungen im Finanzsektor und der starke Konkurrenzdruck im Bankensektor in Zusammenhang mit der Niedrigzinspolitik dazu, dass Kontoführungsgebühren und sonstige Dienstleistungen in Verbindung mit einer Bankbeziehung immer teurer werden. Dies macht das Aufrechterhalten einer Bankverbindung für die einkommensschwächsten Haushalte zunehmend zum Problem. Von selbst bieten Banken einen kostenfreien Zugang zu Bankdienstleistungen kaum mehr an. Wenn sie das tun, dann nur unter massivem politischen Druck. Es sind also Prozesse im Gange, die eine bestimmte Haushaltsschicht tendenziell ganz von Bankdienstleistungen ausschließen könnten, was ebenfalls Teilhabemöglichkeiten beeinträchtigt.

Insgesamt lässt sich also konstatieren, dass die in diesem Kapitel skizzierten Strukturveränderungen im Finanzsektor die Teilhabemöglichkeiten der einkommensschwächeren und einkommensschwächsten Haushalte negativ beeinträchtigen können und teilweise schon beeinträchtigt haben. Dieses Ausmaß an Strukturveränderungen im Finanzsektor geht immer einher mit einer veränderten Risikoverteilung, denn Finanzsysteme haben die Aufgabe, die finanziellen Risiken aus der wirtschaftlichen Aktivität und damit den gesellschaftlichen Teilhaberressourcen zu verteilen. Dass jedoch die sich aus den Strukturveränderungen ergebende Risikoverteilung insbesondere einkommens- und vermögensschwachen Haushalten Risiken aufbürdet, stimmt für die gesellschaftlichen Teilhabemöglichkeiten bedenklich.

Literaturverzeichnis

- Acemoglu, Daron/Robinson, James A./Verdier, Thierry (im Erscheinen):** Asymmetric Growth and Institutions in an interdependent World. In: Journal of Political Economy.
- Adam, Klaus/Tzamourani, Panagiota (2015):** Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area. Deutsche Bundesbank. Discussion Paper 27/2015.
- Allen, Franklin/Gale, Douglas (1995):** A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US. In: European Economic Review. Vol. 39. No. 2. 179–209.

- Allen, Franklin/Gale, Douglas (1997):** Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. In: *Journal of Political Economy*. Vol. 105. No. 3. 523–546.
- Allen, Franklin/Gale, Douglas (1999):** Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. In: *Journal of Financial Intermediation*. Vol. 8. No. 1–2. 68–89.
- Allen, Franklin/Gale, Douglas (2000):** Comparing Financial Systems. Cambridge, MA: MIT Press.
- Avdjiev, Stefan/McCauley, Robert N./Shin, Hyun Song (2015):** Breaking free of the triple coincidence in international finance. BIS Working Papers. No. 524.
- Bagehot, Walter (1873):** *Lombard Street* (1962 Edition). Homewood, Illinois: Richard D. Irwin.
- Bai, Jennie/Philippon, Thomas/Savov, Alexi (im Erscheinen):** Have Financial Markets Become More Informative? In: *Journal of Financial Economics*.
- Battiston, Stefano/Gatti, Domenico Delli/Gallegati, Mauro/Greenwald, Bruce/Stiglitz, Joseph E. (2012):** Default cascades: When does risk diversification increase stability? In: *Journal of Financial Stability*. Vol. 8. No. 3. 138–149.
- Behr, Patrick/Foos, Daniel/Norden, Lars (2015):** Cyclicalities of SME lending and Government Involvement in Banks. Deutsche Bundesbank. Discussion Papers 39.
- Bernoth, Kerstin/König, Philipp/Beckers, Benjamin (2016):** ECB Asset Purchases May Affect Wealth Distribution. In: *DIW Economic Bulletin* 7. 75–82.
- Bond, Philip/Edmans, Adam/Goldstein, Itay (2011):** The Real Effects of Financial Markets. In: *Annual Review of Financial Economics*. Vol. 4. No. 1. 339–360.
- Boot, Arnoud (2016):** Understanding the Future of Banking Scale and Scope Economies, and Fintech. University of Amsterdam. Working Paper. http://www.arnoudboot.nl/publication/508/understanding_the_future_of_banking_scale_scope_economies_and_fintech_27-january_2016./download. Stand: 13.09.2016.
- Boot, Arnoud/Thakor, Anjan (2014):** Bank Regulation and Banking Stability. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No. 390. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr559.pdf. Stand: 25.07.2016.
- Boustanifar, Hamit/Grant, Everett/Reshef, Ariell (2014):** Wages and Human Capital in Finance: International Evidence, 1970–2005. Working Paper No. 266. <https://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2016/0266.pdf>. Stand: 04.08.2016.
- Brunnermeier, Markus K. (2009):** Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 23. No. 1. 77–100.
- Coase, Ronald (1937):** The Nature of the Firm. In: *Economica*. New Series. Vol. 4. No. 16. 386–405.
- Cochrane, John H. (2013):** Finance: Function Matters, Not Size. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 27. No. 2. 29–50.
- Corbett, Jenny/Jenkinson, Tim (1997):** The Financing of Industry, 1970–1989: An International Comparison. In: *Journal of the Japanese and International Economies*. Vol. 10. No. 1. 71–96.
- Dang, Tri Vi/Gorton, Gary/Holmström, Bengt/Ordonez, Guillermo (2016):** Banks As Secret Keepers. NBER Working Paper No. 20255. <http://www.nber.org/papers/w20255.pdf>. Stand: 13.09.2016.

- Deutsche Bundesbank (2013):** Monatsbericht Dezember 2013. Jg. 65. Nr. 12.
- Deutsche Bundesbank (2015a):** Bankenstatistik Februar 2015. Statistisches Beiheft 1 zum Monatsbericht.
- Deutsche Bundesbank (2015b):** Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2009 bis 2014. Statistische Sonderveröffentlichung 4. Mai 2015.
- Deutsche Bundesbank (2015c):** Finanzstabilitätsbericht 2015. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Finanzstabilitaetsberichte/2015_finanzstabilitaetsbericht.pdf?__blob=publicationFile. Stand: 25.07.2016
- Deutsche Bundesbank (2015d):** Strukturelle Entwicklungen im deutschen Bankensektor. Monatsbericht April 2015.
- Deutsche Bundesbank (2016):** Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014. Monatsbericht März 2016.
- Diamond, Douglas (1984):** Financial Intermediation and Delegated Monitoring. In: The Review of Economic Studies. Vol. 51. No. 3. 393–414.
- Diamond, Douglas (1991):** Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt. In: Journal of Political Economy. Vol. 99. No. 4. 689–721.
- Diamond, Douglas/Dybvig, Philip H. (1983):** Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. In: Journal of Political Economy. Vol. 91. No. 3. 401–419.
- Dombret, Andreas. (2016):** Erhöhte Wachsamkeit bei Immobilienkrediten. Spiegel Online Interview. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2016_03_30_dombret_spon.html. Stand: 25.07.2016.
- Globe, Vincent/Opp, Christian C. (im Erscheinen):** Asymmetric Information and Intermediation Chains. In: American Economic Review.
- Greenwood, Robin/Scharfstein, David (2013):** The Growth of Finance. In: Journal of Economic Perspectives. Vol. 27. No. 2. 3–28.
- Gruber, Joseph W./Kamin, Steven B. (2015):** The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis. International Finance Discussion Papers 1150.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H. (2000):** Finanzsystem und Komplementarität. In: Francke, Hans-Hermann (Hrsg): Finanzmärkte im Umbruch. Beiheft 15 zu Kredit und Kapital. Berlin: Duncker und Humblot Verlag. 55–102.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H. (2005):** Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results. Working Paper Series: Finance and Accounting. Goethe-Universität Frankfurt. Nr. 125.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2002):** The Convergence of Financial Systems in Europe. In: Schmalenbach Business Review. Special Issue 1–2002. 7–53.
- Hackethal, Andreas/Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2006):** The Transformation of the German Financial System. In: Revue d'économie politique. Vol. 116. No. 4. 431–456.
- Hakenes, Hendrik/Hasan, Iftekhar/Molyneux, Philip/Xie, Ru (2015):** Small banks and local economic development. In: Review of Finance. Vol. 19. No. 2. 653–683.
- Hall, Peter/Soskice, David (2001):** Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage. Oxford: Oxford University Press.

- Hardie, Iain/Howarth, David/Maxfield, Sylvia/Verdun, Amy (2013):** Towards a Political Economy of Banking. In: Hardie, Iain/Howarth, David (Eds.): *Market-Based Banking and the International Financial Crisis*. Oxford: Oxford University Press. 1–21.
- Hayek, Friedrich A. (1945):** The Use of Knowledge in Society. In: *The American Economic Review*. Vol. 35. No. 4. 519–530.
- Hilferding, Rudolf (1910):** *Das Finanzkapital* (Nachdruck). Berlin: Verlag JHW Dietz.
- Hochfellner, Daniela/Montes, Joshua/Schmalz, Martin/Sosyura, Denis (2015):** Winners and Losers of Financial Crises: Evidence from Individuals and Firms. University of Michigan: Working Paper.
- International Monetary Fund (IMF) (2016a):** *Global Financial Stability Report – Potential Policies for a Successful Normalization*. New York.
- International Monetary Fund (IMF) (2016b):** *World Economic Outlook (WEO). Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors*. New York.
- Jordá, Óscar/Schularick, Moritz/Taylor, Alan M. (2014):** The Great Mortgaging: Housing Finance, Crises, and Business Cycles. In: Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 23–2014. 1–46.
- Journal of Economic Perspectives (2013):** Symposium: The Growth of the Financial Sector. Vol. 27. No. 2. 3–108.
- Kirilenko, Andrei A./Lo, Andrew W. (2013):** Moore’s Law versus Murphy’s Law: Algorithmic Trading and Its Discontents. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 27. No. 2. 51–72.
- Levine, Ross (2005):** Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Aghion, Philippe/Durlauf, Steven (Eds.): *Handbook of Economic Growth*. Edition 1. Amsterdam u. a.: Elsevier. 865–934.
- Malkiel, Burton G. (2013):** Asset Management Fees and the Growth of Finance. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 27. No. 2. 97–108.
- Mayer, Colin (1990):** Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development. In: Hubbard, Glenn R. (Ed.): *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago: University of Chicago Press. 307–332.
- Merton, Robert C. (1995):** A Functional Perspective of Financial Intermediation. In: *Financial Management*. Vol. 24. No. 2. 23–41.
- Philippon, Thomas (2015):** Has the U.S. Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation. In: *American Economic Review*. Vol. 105. No. 4. 1408–1438.
- Philippon, Thomas/Reshef, Ariell (2013):** An International Look at the Growth of Modern Finance. In: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 27. No. 2. 73–96.
- Pozsar, Zoltan/Adrian, Tobias/Ashcraft, Adam/Boesky, Hayley (2010):** *Shadow Banking*. Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No 458. https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf. Stand: 25.07.2016.
- Rajan, Rhaguram G. (1992):** Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s-Length Debt. In: *The Journal of Finance*. Vol. 47. No. 4. 1367–1400.
- Roukny, Tarik/Battiston, Stefano/Stiglitz, Joseph E. (2015):** Interconnectedness as a Source of Uncertainty in Systemic Risk. Columbia Business School Research Paper No. 16–14.

- Schmidt, Reinhard H. (1997):** Comparing the French and German Financial System. In: Kossbiel, Hugo (Hrsg.): Internationale und Europäische Finanzsysteme. Frankfurt: Schulz-Kirchner Verlag. 9–34.
- Schmidt, Reinhard H./Hackethal, Andreas/Tyrell, Marcel (1999):** Disintermediation and the Role of Banks in Europe: An International Comparison. In: Journal of Financial Intermediation. Vol. 8. No. 1–2. 36–67.
- Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2004):** What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular? Working Paper Series: Finance and Accounting. Nr. 111. Goethe-Universität Frankfurt.
- Schmidt, Reinhard H./Tyrell, Marcel (2005):** Information Theory and the Role of Intermediaries in Corporate Governance. Working Paper Series: Finance and Accounting. Nr. 142. Goethe-Universität Frankfurt.
- Schumpeter, Joseph A. (1912):** Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Leipzig: Duncker & Humblot Verlag.
- Shin, Hyun S. (2009):** Securitisation and Financial Stability. In: The Economic Journal. Vol. 119. No. 536. 309–332.
- Shin, Hyun S. (2014):** The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies. In: Chung, Kyuil/Kim, Soyoung/Park, Hail/Choi, Changho/Shin, Hyun Song (Eds.): Volatile Capital Flows in Korea. New York: Palgrave Macmillan US. 245–257.
- Stiglitz, Joseph E. (2015):** Leaders and followers: Perspectives on the Nordic model and the economics of innovation. In: Journal of Public Economics. Vol. 127. 3–16.
- TheCityUK (2013):** Alternative Finance for SMEs and Mid-Market Companies. <https://www.thecityuk.com/assets/2013/Reports-PDF/Alternative-Finance-for-SMEs-and-Mid-Market-Companies.pdf>. Stand: 25.07.2016.
- Tyrell, Marcel (2003):** Kapitalmärkte und Banken: Unterschiedliche Formen der Informationsverarbeitung als konstitutives Merkmal. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Tyrell, Marcel/Schmidt, Reinhard H. (2001):** Pension Systems and Financial Systems in Europe: A Comparison from the Point of View of Complementarity. In: ifo Studien. Jg. 47. Heft 6. 469–504.
- Tyrell, Marcel/Zimmermann, David (2016):** Cross-Capital Flows and Institutions: Risks in the International Financial System. Working Paper.
- Zysman, John (1983):** Government, Market and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change. Ithaca: Cornell University Press.